

## Frankenschwäche

Nach der Entscheidung der Europäischen Zentralbank, nun auch Staatsanleihen der Euroländer zu kaufen, sind die Meinungen gemacht: Der Franken bleibt auf absehbare Zeit stark. Bei nüchterner Analyse kommen wir zu dem Schluss, dass diese Erwartung genau so falsch ist, wie die in den vergangenen Monaten immer wieder gehörte Vorstellung, dass die Schweizerische Nationalbank noch jahrelang am Euro-Franken-Mindestkurs festhalten würde. // Klaus W. Wellershoff und Felix Brill

---

Noch im vergangenen Herbst galt es als Gemeinplatz: Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird noch lange die Wechselkursuntergrenze beibehalten. In einer Umfrage der Nachrichtenagentur Bloomberg vom Oktober erwarteten 18 von 21 befragten Ökonomen, dass ein Ausstieg frühestens 2016 erfolgen würde. In der Politik klang es ähnlich: Die Nationalbankpolitik wird auf lange Zeit der Exportwirtschaft eine verlässliche Währungsabsicherung beschere. Für die überwiegende Mehrheit der Schweizer Gesellschaft war die Wechselkursuntergrenze zum Euro etwas Gutes, erlaubte sie doch eine stabile und damit berechenbare Entwicklung des wichtigsten Wechselkurses. Wollte man diesen Einschätzungen glauben, dann war das geldpolitische Ei des Kolumbus gefunden: Eine Politik nur mit Vorteilen und ohne jegliche Kosten.

«In einer Umfrage von Bloomberg vom letzten Oktober erwarteten 18 von 21 befragten Ökonomen, dass ein Ausstieg frühestens 2016 erfolgen würde.»

Nicht nur im Nachhinein erscheint diese Vorstellung abenteuerlich. Dass die Anbindung an eine grosse Währung nicht nur Währungsstabilität, sondern auch schwerwiegende negative Folgen mit sich bringt, ist in der Ökonomie seit den 1960er Jahren anerkannt. Makroökonomische Modelle, welche die Zusammenhänge zwischen Währung, Geldpolitik, Wachstum und Inflation beschreiben, gehören in den Grundwerkzeugkasten eines jeden Ökonomen. Umso erstaunlicher war es, wie wenig die Öffentlichkeit und viele Experten sich an solche Grundzusammenhänge erinnern wollten.

#### **Ökonomische Risiken der Untergrenze**

Tatsächlich lehren uns diese Modelle, dass die Zentralbank der kleinen Währung die Geldpolitik der grossen nachahmen muss, wenn sie sich einseitig an die grosse Währung anbindet. Demzufolge müssen sich die Inflationsraten der beiden Währungen aneinander anpassen. Geschieht dies nicht und bleibt die Inflati-

on des kleinen Landes unter derjenigen des grossen Landes, entsteht immer wieder Nachfrage nach der Währung mit der tieferen Inflationsrate und den dadurch weniger teuren Gütern. Über den selbstauferlegten Zwang zur Stützung des Wechselkurses muss dann die kleinere Zentralbank solange Devisen aufkaufen, bis die dadurch entstandene Geldmenge einen Anstieg der Inflation auf das Niveau des grösseren Landes erwarten lässt.

Aufgrund dieser einfachen Überlegung ist in der Vergangenheit unsere Sorge über das Instrument der Frankenbindung gewachsen. Solange die SNB nämlich glaubwürdig für Preisstabilität eintrat und die Europäische Zentralbank (EZB) im Verdacht stand, im Zweifel lieber etwas mehr Inflation zu tolerieren, musste der Druck auf den Wechselkurs stark bleiben. Ein Ausstieg ohne einen Ausschlag der Kurse nach unten war also nur möglich, wenn die Devisenmärkte von einem Anstieg der Inflationsentwicklung in der Schweiz relativ zur Eurozone ausgegangen wären.

Wie wir in den letzten anderthalb Jahren nicht müde geworden sind zu betonen, konnten wir uns aber nicht vorstellen, dass das Direktorium der Nationalbank das Mandat der Preisstabilität dem Instrument der fixierten Untergrenze opfern würde. Denn: Eine solche Aufgabe der Stabilitätsorientierung hätte unweigerlich auch ein Verschwinden des im Vergleich zu den Nachbarn über Jahrzehnte genossenen Zinsbonus zur Folge gehabt.

Sicherlich wird die relative Inflationsentwicklung das Unbehagen der SNB in Bezug auf die im Alleingang gewählte Wechselkurspolitik gesteigert und damit die Entscheidungsfindung forciert haben. Wenn man bedenkt, dass in den vergangenen Jahren die Treffsicherheit der von der SNB verwendeten Modelle zur Inflationsprognose deutlich abgenommen hat, lässt sich erahnen, dass die Inflationsentwicklung der vergangenen Monate bei der SNB Anlass zur Sorge gegeben haben könnte. So lag seit Oktober 2012 die Inflationsentwicklung bei den Produzentenpreisen in der Schweiz auf oder über dem Niveau der Eurozone. Ebenfalls aufhorchen lassen hat der jüngste Anstieg der Schweizer Kernrate der Konsumentenpreis-inflation.

Wie mit der Aufhebung des Mindestkurses offensichtlich geworden ist, war die SNB vor diesem Hintergrund nicht mehr gewillt, der nun wieder expansiver werdenden Geldpolitik der EZB zu folgen. Eine solche

Loslösung von einer nun auf Jahre hinaus auf tiefe Zinsen ausgerichteten, extrem expansiven Geldpolitik erscheint uns aus Perspektive der SNB als nachvollziehbar. Tatsächlich liesse sich argumentieren, dass die Schweiz bereits in den vergangenen Jahren mit einer für die Binnenwirtschaft zu niedrigen Zinslandschaft konfrontiert war. Insbesondere die deutliche Überhitzung des Immobilienmarktes, aber auch das im internationalen Vergleich hohe Wachstum der breiteren Geldmengenaggregate deuten in diese Richtung.

Kommt hinzu, dass die politische Dimension der Untergrenze im Wahljahr wohl zunehmend hinterfragt worden wäre. So hatte die SNB doch mit der einseitigen Anbindung des Franken an den Euro zumindest für die Dauer der Anbindung die Souveränität über das wohl wichtigste wirtschaftspolitische Instrument der Schweiz an eine europäische Institution abgetreten. Für eine dauerhafte Abtretung eines so wichtigen Souveränitätsrechts stellt sich jedoch die Frage, ob die demokratische Legitimation der SNB ausgereicht hätte. Der währungspolitische Alleingang der SNB bei der Aufhebung des Mindestkurses ist darüber hinaus, anders als es das Nationalbankgesetz (NBG) vorsieht, nicht

in Kooperation mit dem Bundesrat erfolgt. Art. 6 NBG legt zwar fest, dass die SNB bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben unabhängig handeln muss. Ausdrücklich davon ausgenommen ist aber die internationale Währungskooperation, wo sie lediglich Mitwirkungsrechte neben dem Bundesrat besitzt (vgl. Art 5, Absatz 3).

### **Ausmass der Überbewertung kaum nachhaltig**

Die Tatsache, dass sich der Franken nach Aufhebung der Untergrenze aufgewertet hat, überrascht prinzipiell nicht. Das Ausmass der Aufwertung hingegen schon. Immerhin notiert der Franken bei den aktuellen Niveaus mit gut zwanzig Prozent Überbewertung gegenüber dem Euro auf dem stärksten jemals gemessenen Wert. Auch wenn man die Vorgängerwährungen des Euro betrachtet, konnten wir seit 1980 eine solche Überbewertung nicht registrieren. Abbildung 1 auf der nächsten Seite stellt die Entwicklung des EURCHF-Wechselkurses und der Kaufkraftparität dar. Mit der Schätzung der Kaufkraftparität versuchen wir, den handelsneutralen Wechselkurs zu bestimmen. Auch wenn diese Schätzungen nicht ganz punktgenau sein können, lohnt es sich, diese Grösse bei der Analyse von

### **Box 1: Auszug aus dem Nationalbankgesetz (NBG)**

#### **Art. 1 Rechtsform und Firma**

1 Die Zentralbank der Schweizerischen Eidgenossenschaft ist eine spezialgesetzliche Aktiengesellschaft.

...

#### **Art. 2 Subsidiäre Geltung des Obligationenrechts**

1 Soweit dieses Gesetz nichts anderes bestimmt, gelten die aktienrechtlichen Vorschriften des Obligationenrechts (OR).

...

#### **Art. 5 Aufgaben**

1 Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.

2 In diesem Rahmen hat sie folgende Aufgaben:

- a. Sie versorgt den Schweizerfranken-Geldmarkt mit Liquidität.
- b. Sie gewährleistet die Bargeldversorgung.
- c. Sie erleichtert und sichert das Funktionieren bargeldloser Zahlungssysteme.
- d. Sie verwaltet die Währungsreserven.
- e. Sie trägt zur Stabilität des Finanzsystems bei.

3 Sie wirkt bei der internationalen Währungskooperation mit. Sie arbeitet dazu nach Massgabe der entsprechenden Bundesgesetzgebung mit dem Bundesrat zusammen.

...

#### **Art. 6 Unabhängigkeit**

1 Bei der Wahrnehmung der geld- und währungspolitischen Aufgaben nach Artikel 5 Absätze 1 und 2 dürfen die Nationalbank und die Mitglieder ihrer Organe weder vom Bundesrat noch von der Bundesversammlung oder von anderen Stellen Weisungen einholen oder entgegennehmen.

...

Quelle: Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über die Schweizerische Nationalbank (Nationalbankgesetz, NBG)

Wechselkursen zu berücksichtigen. Aktuell liegt unsere Schätzung des Gleichgewichtswertes bei 1.27 Franken für einen Euro.

Abbildung 2 und 3 auf der nächsten Seite stellen die prozentuale Abweichung des tatsächlichen Wechselkurses von der von uns berechneten Kaufkraftparität dar. Während Abbildung 2 die Abweichung im Zeitablauf darstellt, gibt Abbildung 3 die gleichen Daten in Form der Zählung der Häufigkeit der jeweiligen prozentualen Abweichungen wieder. So zeigt die vertikale Achse die Anzahl Monate, in denen eine bestimmte Fehlbewertung zu beobachten war.

Man sieht deutlich, dass die Über- und Unterbewertungen des Franken gegenüber dem Euro und seinen Vorgängervährungen nicht symmetrisch verteilt sind. Tatsächlich wurde der EURCHF-Wechselkurs häufig im Bereich von 2 bis 4 Prozent unter der Kaufkraftparität gehandelt. Das bedeutet, dass in dieser Phase der Franken leicht überbewertet gewesen ist. Extreme Überbewertungen sind dagegen seltener zu beobachten als starke Unterbewertungsphasen. Für uns ist die stark asymmetrische Verteilung der Bewertungsphasen ein klares Indiz dafür, dass die SNB auch in der Vergangenheit eine auch auf den Wechselkurs ausgerichtete Politik betrieben hat. Der aktuelle Wert der Überbewertung ist ebenfalls eingezeichnet. Man sieht auf einen Blick, wie einmalig die aktuelle Situation ist. Natur-

lich lässt sich nie ausschliessen, dass sich eine Extremsituation nicht noch extremer gestalten könnte. Gemessen an der Vergangenheit steht allerdings die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Sinkens des EURCHF-Wechselkurses in keinem empirisch ausdrückbaren Verhältnis zur Wahrscheinlichkeit eines Anstiegs des Wechselkurses. Die Kräfte, die eine solche Korrektur in Richtung des handelsneutralen Wechselkurses bewirken, müssen aber nicht unmittelbar wirken.

Abbildung 4 gibt Aufschluss darüber, wie stark Fehlbewertungen in der Vergangenheit abgebaut worden sind. Regressiert man die Grösse der Abweichung des Wechselkurses auf die zukünftige Wertveränderung über verschiedene Zeiträume, zeigt sich, dass nach einem Jahr im Schnitt 31 Prozent der Fehlbewertung abgebaut wurde. Nach zwei Jahren waren es 60 und nach drei Jahren 82 Prozent. Ein kleiner Teil davon geht dabei jedoch nicht auf Veränderungen des tatsächlich gehandelten Wechselkurses zurück, sondern auf Veränderungen der Kaufkraftparität. Eine bloss statistische Analyse lässt dennoch erwarten, dass die Richtung im EURCHF-Wechselkurs in den kommenden Jahren aufwärts gerichtet sein wird und damit eine Abschwächung des Franken nahelegt. Wie schnell diese Korrektur vonstattengehen wird, hängt dabei natürlich von einer Vielzahl von Faktoren ab, von denen wir einige im Folgenden noch beleuchten werden.

**Abb. 1: EURCHF-Wechselkurs und Kaufkraftparität**

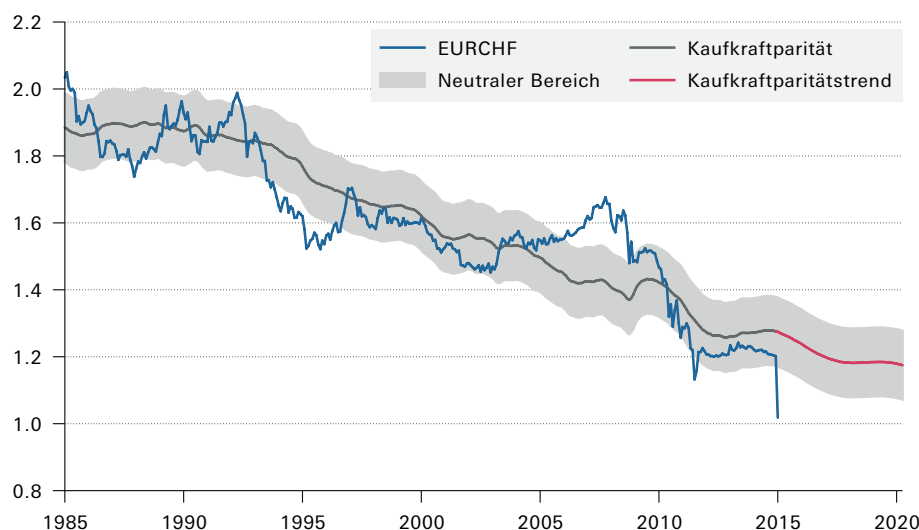
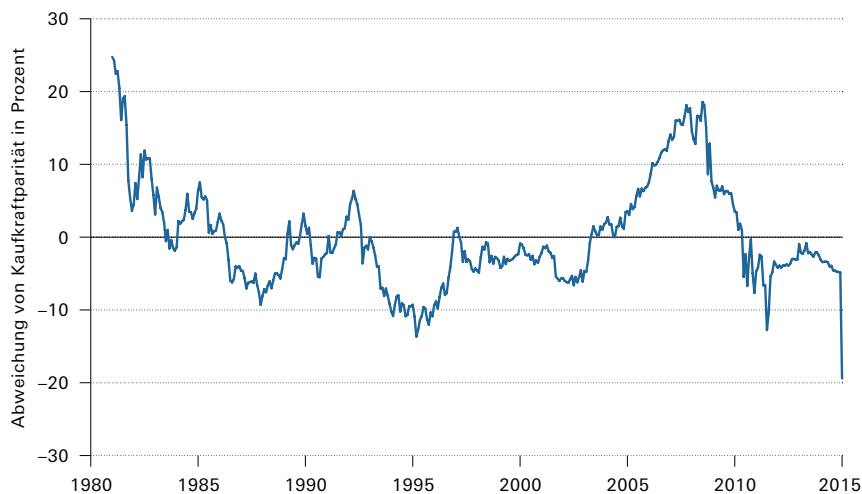


Abbildung 1 stellt die Entwicklung des EURCHF-Wechselkurses und der Kaufkraftparität dar. Mit der Schätzung der Kaufkraftparität versuchen wir den handelsneutralen Wechselkurs zu bestimmen. Auch wenn diese Schätzungen nicht ganz punktgenau sein können, lohnt es sich, diese Grösse bei der Analyse von Wechselkursen zu berücksichtigen. Aktuell liegt unsere Schätzung dieses Gleichgewichtswertes bei 1.27 Franken pro Euro.

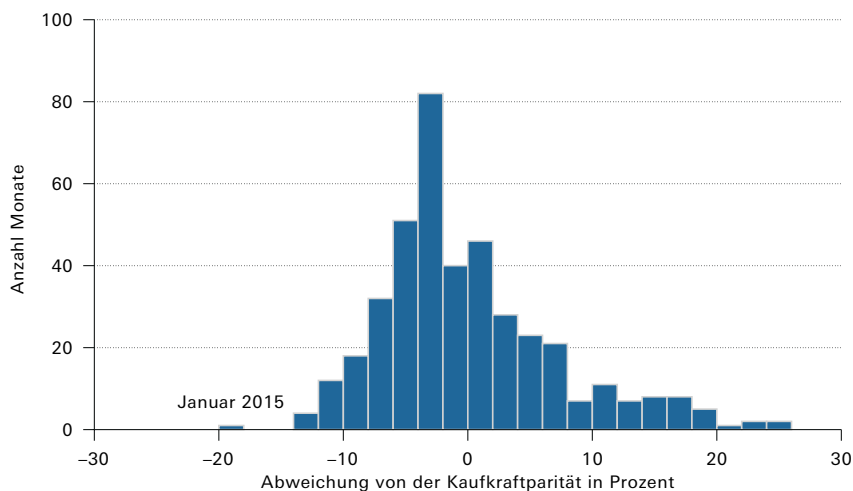
Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

**Abb. 2: Abweichung des EURCHF-Wechselkurses von der Kaufkraftparität**



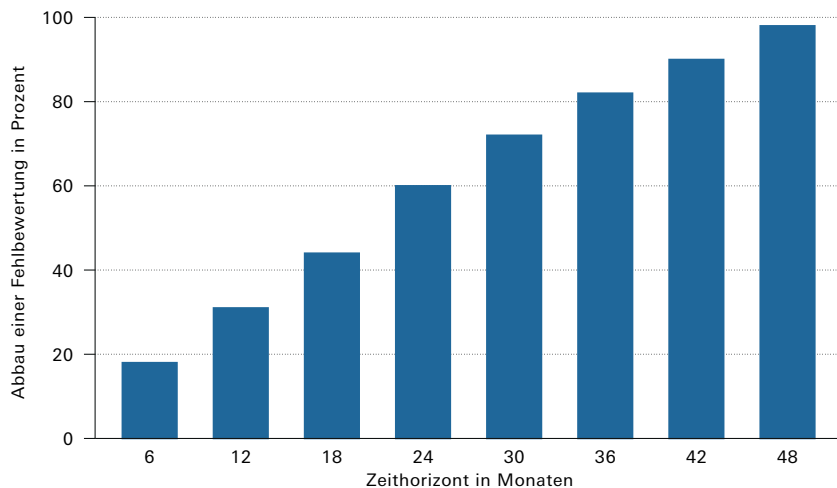
Der Einbruch des EURCHF-Wechselkurses nach Aufhebung des Mindestkurses stellt die grösste Überbewertung des Franken seit Einführung des Euro dar. Dies trifft auch auf die Vorgängerwährungen des Euro zu, zumindest für den Zeitraum unserer Berechnungen. Vergleichbar war die Situation nur für kurze Zeit im Sommer 2011. Dann schritt die Nationalbank am 6. September 2011 mit der Einführung des Mindestkurses ein.

**Abb. 3: Abweichung des EURCHF-Wechselkurses von der Kaufkraftparität**



Nebenstehende Abbildung zeigt, wie häufig der EURCHF-Wechselkurs seit 1980 eine gewisse Abweichung von der Kaufkraftparität aufgewiesen hat. Man sieht deutlich, dass die Über- und Unterbewertungen des Franken gegenüber dem Euro und seinen Vorgängerwährungen nicht symmetrisch verteilt sind. Tatsächlich wurde der EURCHF-Wechselkurs häufig im Bereich von 2 bis 4 Prozent unter der Kaufkraftparität gehandelt. Extreme Überbewertungen sind zudem seltener zu beobachten als starke Unterbewertungsphasen.

**Abb. 4: Über welche Zeit eine Fehlbewertung üblicherweise abgebaut wird**



Regressiert man die Grösse der Abweichung des EURCHF-Wechselkurses von der Kaufkraftparität auf die zukünftige Wertveränderung über verschiedene Zeiträume, zeigt sich, dass nach einem Jahr im Schnitt 31 Prozent der Fehlbewertung abgebaut wurden. Nach zwei Jahren waren es 60 und nach drei Jahren 82 Prozent. Eine blosse statistische Analyse lässt also erwarten, dass die Richtung im EURCHF-Wechselkurs in den kommenden Jahren aufwärts gerichtet sein wird.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

### Quantitative Easing kein Grund für Frankenstärke

Gespensstisch ist angesichts der dargestellten statistischen Evidenz, mit welcher Sicherheit schon wieder viele Analysten prognostizieren, dass der Franken nun jahrelang überbewertet bleiben wird. Frustrierend sind dabei die Argumente für diese Prognose und das Ausblenden wichtiger ökonomischer Zusammenhänge – von der suggerierten und nicht haltbaren Genauigkeit von Punktprognosen auf einen bestimmten Zeitpunkt ganz zu schweigen.

Das zunächst am Häufigsten genannte Argument für eine anhaltende Frankenstärke sind die angekündigten massiven Anleihekäufe der EZB, die den Euro auch in Zukunft unter Abwertungsdruck halten sollten. Ein Blick auf die jüngere Vergangenheit belehrt uns da eines Besseren. So hatte die massive Ausweitung der US-Basisgeldmenge im Rahmen der dortigen Anleihekaufprogramme keine erkennbare Wirkung auf den Wechselkurs.

Entsprechend lässt auch der Hinweis auf die nun bis zum Jahr 2016 anhaltend expansive Geldpolitik der EZB nicht den Schluss zu, dass der Franken dauerhaft auf seinen historisch starken Niveaus bleiben muss. Diese Wahrnehmung vernachlässigt, dass die EZB unter den Zentralbanken der grossen Währungen die am wenigsten expansive Zentralbank gewesen ist. Abbildung 5 illustriert, dass selbst eine vollständige

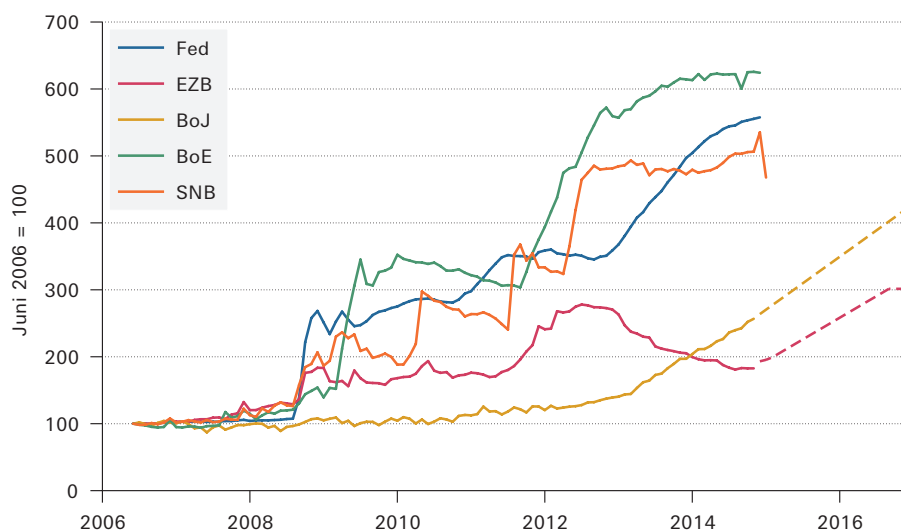
Umsetzung des europäischen Anleihekaufprogramms gerade einmal eine Rückkehr zu den Niveaus der Basisgeldmenge bedeuten würde, die wir im Höhepunkt der Schuldenkrise gesehen haben. Selbst in ein- einhalb Jahren wird der Anstieg nur gerade halb so gross sein wie der Anstieg der Basisgeldmenge in der Schweiz seit Beginn der Finanzkrise.

### Finanzstabilität in Gefahr

Neben diesen makroökonomischen Gründen, die gegen den Fortbestand der augenblicklichen drastischen Überbewertung des Franken sprechen, gibt es noch eine Reihe politischer und systemischer Überlegungen, die zu einer Unterminierung der bisher hervorragenden Reputation des Franken führen könnten.

So sind die mittlerweile in allen Laufzeitenbereichen negativen Zinsen im Franken nicht nur dazu angetan, ausländische Spekulanten abzuschrecken. Darüber hinaus bedrohen die negativen Zinsen die Stabilität des Finanzsystems der Schweiz. Negativzinsen stellen die Banken nämlich vor ein beinahe unlösbares Dilemma: Entweder geben sie die Negativzinsen an ihre Kunden weiter und riskieren damit, dass diese ihre Einlagen abziehen. Oder aber sie bleiben bei der Nullverzinsung der Einlagen und nehmen damit in Kauf, dass sich ihr Kreditgeschäft zunehmend unprofitabel gestaltet. Letzteres ist problematisch, weil das

Abb. 5: Entwicklung der Zentralbankbilanzen im Vergleich



Betrachtet man die relative Bilanzausweitung der grossen Zentralbanken seit 2006, dann wird die EZB auch Ende 2016 noch das Schlusslicht bilden. Während die amerikanische Notenbank Fed und die Bank of England (BoE) ihre Bilanz bis zum heutigen Tag in etwa versechsfacht haben, wird die EZB selbst nach Abschluss des jüngst angekündigten Kaufprogramms «nur» eine Verdreifachung ihrer Bilanz seit 2006 aufweisen.

Quelle: BoJ, EZB, SNB, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

Bankensystem ja gerade Eigenkapital aufbauen soll, um an Stabilität zu gewinnen, was nur bei einer profitablen Geschäftsführung funktioniert. Ersteres beinhaltet die Gefahr eines *Run* auf Bargeld, was sich als ein veritabler Flächenbrand im Bankensystem erweisen könnte. Dass die Nationalbank dennoch Negativzinsen eingeführt hat, macht deutlich, dass die Folgen der Anbindung des Franken an den Euro noch lange zu spüren sein werden. Zwar hat sie mit der Aufhebung des Mindestkurses vordergründig ihre geldpolitische Souveränität zurückgewonnen. Dennoch bleibt sie zunächst in einem unüblich hohen Masse von den geldpolitischen Entwicklungen im Ausland abhängig.

Das zeigt sich auch in aller Deutlichkeit bei einem Blick auf die Grösse und Zusammensetzung der SNB-Bilanz. So hat die Aufwertung des Franken die zur Verteidigung des Mindestkurses angehäuften Devisenreserven massiv entwertet. Hatte der starke Dollar zum Jahresabschluss 2014 der SNB noch einen stattlichen Gewinn von 38 Mrd. CHF beschert und damit das Eigenkapital und die Rückstellungen für Währungsverluste auf gut 90 Mrd. CHF anwachsen lassen, so sind die Verluste nun umso grösser. Nimmt man die aktuellen Wechselkurse als Grundlage der Berechnung, betragen die Währungsverluste fast 70 Mrd. Franken.

## Box 2: Auszug aus dem Obligationenrecht (OR)

### Art. 725

#### VII. Kapitalverlust und Überschuldung

##### 1. Anzeigepflichten

- 1 Zeigt die letzte Jahresbilanz, dass die Hälfte des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven nicht mehr gedeckt ist, so beruft der Verwaltungsrat unverzüglich eine Generalversammlung ein und beantragt ihr Sanierungsmassnahmen.
- 2 Wenn begründete Besorgnis einer Überschuldung besteht, muss eine Zwischenbilanz erstellt und diese einem zugelassenen Revisor zur Prüfung vorgelegt werden. Ergibt sich aus der Zwischenbilanz, dass die Forderungen der Gesellschaftsgläubiger weder zu Fortführungs- noch zu Veräusserungswerten gedeckt sind, so hat der Verwaltungsrat den Richter zu benachrichtigen, sofern nicht Gesellschaftsgläubiger im Ausmass dieser Unterdeckung im Rang hinter alle anderen Gesellschaftsgläubiger zurücktreten.
- 3 Verfügt die Gesellschaft über keine Revisionsstelle, so obliegen dem zugelassenen Revisor die Anzeigepflichten der eingeschränkt prüfenden Revisionsstelle.

Quelle: Obligationenrecht (OR)

Bei 0.96 Franken für einen Euro wären das gesamte Eigenkapital und alle Reserven sogar komplett vernichtet. Damit droht die hervorragende Reputation der SNB in Mitleidenschaft gezogen zu werden.

Natürlich ist eine Notenbank für die Durchführung ihrer Geldpolitik nicht auf Eigenkapital angewiesen. Zudem kann eine Notenbank ja nicht illiquide werden, druckt sie doch das Geld selbst. Ob die SNB, wie sie auch nach der Aufhebung des Mindestkurses nochmals bestätigt hat, aber an ihrer Ausschüttung an die Kantone festhalten kann, könnte noch Gegenstand hitziger Diskussionen werden. Immerhin ist die SNB eine Aktiengesellschaft. Art. 2 NBG bestimmt zwar, dass das für Aktiengesellschaften geltende Obligationenrecht (OR) nur subsidiären Charakter hat. Bei der Verfassung des NBG hat der Gesetzgeber aber dem Fall einer Unterbilanz keinerlei Beachtung geschenkt. Eine Ausschüttung von Gewinnbeiträgen bei negativem Eigenkapital erscheint aber in Anbetracht geltenden Gesellschaftsrechts fragwürdig. Zudem verlangt das OR beim Verlust des halben statutarischen Eigenkapitals die Vorlage eines Sanierungsplans von der Gesellschaft. Selbst wenn man sich üblicherweise auf den eidgenössische Pragmatismus verlassen kann, könnte eine politisch aufgeladene Diskussion dieses Themas das Vertrauen in die SNB weiter erschüttern.

Bereits heute dürfen wir feststellen, dass nicht nur die mediale, sondern auch die politische Kritik an der SNB ungewohnt laut geworden ist. So erklärt die einflussreiche Zeitschrift *Bilanz* in ihrer jüngsten Ausgabe, dass die Notenbank ihre Politik nun nach dem Prinzip Hoffnung gestaltet. Zwischen den Zeilen setzt sie Thomas Jordan, dem Präsidenten des Direktoriums, sogar eine Art Wechselkursziel von 1.10 EURCHF. Sollte dieses nicht erreicht werden, sei das Verbleiben des SNB-Präsidenten in seinem Amt nicht mehr gesichert. Auch wenn wir eine solche Kritik an den Spitzenvertretern als unangemessen empfinden, ist klar, dass diese Art der öffentlichen Diskussion nicht zur Stärkung des Vertrauens der Marktteilnehmer in den Franken beitragen wird.

### Was tun?

Insgesamt sprechen also nicht nur eine überwiegende Anzahl von ökonomischen Argumenten, sondern auch politische Überlegungen dafür, dass sich der Franken nicht dauerhaft auf den aktuell starken Niveaus gegen-

---

über unseren wichtigsten Handelswährungen halten können wird. Auch wenn wir seriöserweise – ähnlich wie bei der Analyse der Untergrenze – keinen genauen Zeitpunkt für eine Abwertung des Franken nennen können, sind die Handlungsempfehlungen, die sich aus dieser Analyse ableiten, klar:

(1) Exporteure, die Exporteinnahmen aus dem Euroraum erwarten, sollten diese nicht mehr absichern. Immerhin zeigt das Chance/Risikoverhältnis im Währungspaar EURCHF eindeutig eine erhöhte Wahrscheinlichkeit für einen Anstieg, d. h. eine Abwertung des Franken.

(2) Importeure, die ihre Waren auch in nächster Zeit günstig in der Schweiz anbieten wollen, sollten sich die günstigen Kurse dagegen heute sichern.

«Wir wissen wenig über die Zukunft. Aber das Wenige, was wir wissen, ist sehr mächtig.»

(3) Fremdwährungsanlagen haben für Schweizer Anleger an Attraktivität gewonnen. Der Kaufkraftgewinn des Franken auf den internationalen Kapitalmärkten ist für uns nur von temporärer Natur. Da der Hauptgrund für diese Empfehlung die Währungsanalyse ist, sollte sich dabei die Zusammensetzung der Anlagen nach Risikoklassen nicht verändern. Bei Neuanlagen ist also zu berücksichtigen, dass ein blosses Festgeld in Fremdwährungen in vielen Fällen attraktiver sein dürfte als der Einkauf in riskante Anlagen wie zum Beispiel Aktien, bei denen wir immer noch angesichts der weltweit erhöhten Bewertungsniveaus vorsichtig sind.

(4) Für Investoren, deren Heimwährung nicht der Franken ist, gilt es sich gut zu überlegen, ob nicht sogar eine Kreditaufnahme in Franken Sinn machen kann. Dies ist das erste Mal, dass wir einen solchen *Carry Trade* empfehlen. Die Fundamentaldaten, aber auch die qualitativen und politischen Überlegungen signalisieren, dass auf dem aktuellen Niveau der Überbewertung eine echte Anlagechance in einer ansonsten an Chancen armen Anlagewelt besteht.

## Schlussfolgerungen

Die vergangenen Wochen haben uns wieder einmal gelehrt, worin der Wert einer nüchternen makroökonomischen Analyse besteht: Die Ökonomie ist bestens geeignet, grosse Fehlentwicklungen zu identifizieren. Wann genau diese korrigiert werden, erschliesst sich uns dagegen nur in den seltensten Fällen.

Die massiven Verschiebungen in den Wechselkursen der vergangenen Tage haben unserer Analyse und unserer Empfehlung, die Euroabsicherung nicht blindlings der Nationalbank zu überlassen, bestätigt. Für uns war das eine Erinnerung an unsere Grunderfahrungen der gemeinsamen 30 Jahre unserer Berufstätigkeit als Ökonomen: Wir wissen wenig über die Zukunft. Aber das Wenige, was wir wissen, ist sehr mächtig.

Entsprechend werden wir uns weiterhin dafür einsetzen, dem Drang, wichtige Erkenntnisse ausblenden zu wollen, nicht nachzugeben. Zudem werden wir nicht müde, daran zu erinnern, dass es nicht unsere Aufgabe ist, die Zukunft vorherzusagen, sondern uns auf sie vorzubereiten.

Der Blick auf Zahlen, Fakten, Zusammenhänge und die politische Beurteilung der Entwicklung können tatsächlich helfen, bessere wirtschaftlichen Entscheidungen zu fällen. Auch wenn eine konkrete Prognose der Entwicklung auf einen Zeitpunkt hin in vielen Fällen unmöglich ist.

Aktuell bedeutet das, nicht wieder blindlings Punktprognosen zu vertrauen. In der Erwartung einer noch jahrelangen Beibehaltung der Euro-Franken-Untergrenze lag die Mehrheit der Analysten einmal mehr vollkommen falsch. Das droht sich nun bei der Prognose einer anhaltenden Frankestärke zu wiederholen. Nach unserer Analyse ist nicht eine Frankestärke für die kommenden Quartale zu erwarten, sondern es spricht vieles für eine Abwertung des übertrieben starken Frankens. //



---

## Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

## Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich.

Autoren // Felix Brill, felix.brill@wellershoff.ch

Klaus W. Wellershoff, klaus.wellershoff@wellershoff.ch

Konzeption und Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

*Critical Perspectives* erscheint in deutscher oder englischer Sprache.

Redaktionsschluss: 27. Januar 2015