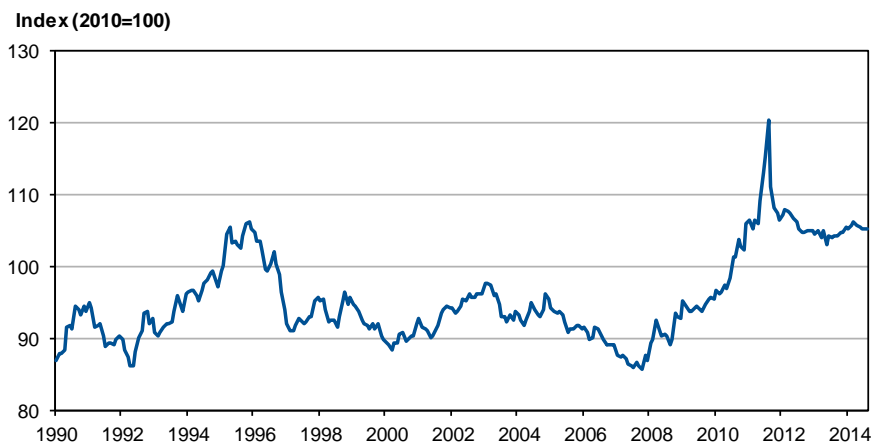


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de
Oleksiy Artin
oleksiy.artin@ikb.de

Die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer verfolgen generell das geldpolitische Ziel der Geldwertstabilität und maximaler Beschäftigung, wobei die Gewichtung zwischen diesen beiden Zielen durchaus unterschiedlich ist, wie es die Fed (Fokus auf Beschäftigung) im Vergleich zur EZB (Übergewicht auf Preisstabilität) andeutet. Traditionell versucht die Notenbank diese Ziele über Zinsänderungen zu erreichen. Von einer Senkung des Zinssatzes verspricht sich eine Notenbank eine Belebung der Investitionstätigkeit und des Konsums sowie eine tendenziell schwächere Währung. Wenn der nominale Leitzins bei null liegt, stößt die konventionelle Geldpolitik aber an ihre Grenzen und der Wechselkurs, der keine „Nullgrenze“ hat, kommt vermehrt als geldpolitisches Instrument ins Spiel, ebenso wie die nun weit verbreitete Aufstockung der Notenbankbilanzen. Eine gelungene Manipulation am Kurs der heimischen Währung kann eine Wirkungskette von realwirtschaftlichen Folgen in Gang setzen. Die Abwertung einer Währung kann der Exportwirtschaft zumindest zeitweise Kostenvorteile verschaffen, die zur Belebung der Produktion im Inland führt, mündet allerdings gewöhnlich in einem Anstieg der Inflationsrate, was den Wettbewerbsvorteil neutralisiert. Steigt dagegen der Außenwert der Währung, wirkt dies aus geldpolitischer Sicht restriktiv, da Importpreise sinken und globale Wettbewerbsfähigkeit verloren geht. Je offener eine Ökonomie, desto größer ist das Potenzial, sich kurzfristige ökonomische Vorteile durch Eingriffe in die Wechselkursbildung zu verschaffen. Die gezielte Kursmanipulationen der Zentralbanken rufen grenzüberschreitende Umverteilungseffekte aus und sorgen daher für kontroverse Diskussionen, wie dies seit einigen Jahren auch bei den eingesetzten währungspolitischen Mitteln der Schweizerischen Nationalbank (SNB) der Fall ist.

Abb. 1: Realer effektiver Wechselkurs des Schweizer Franken



Quelle: BIS; IKB

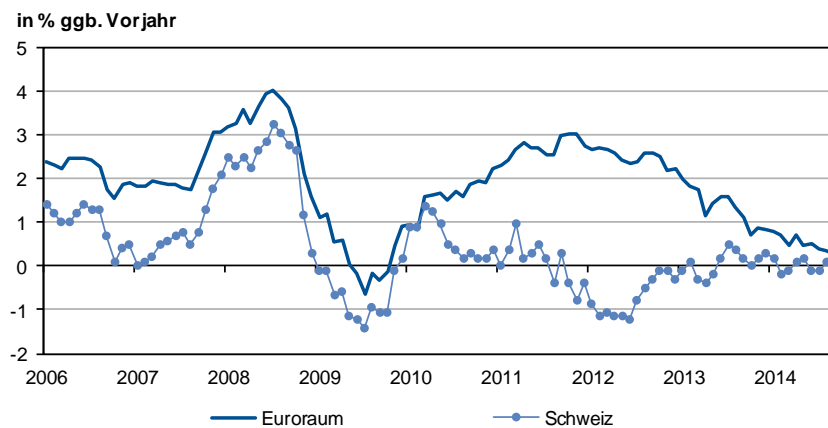
Abbildung 1 zeigt den preisbereinigten und auf Handelsströmen basierenden gewichteten Wechselkurs der Schweiz. Ein Anstieg des Index bedeutet eine effektive reale Aufwertung, während ein Rückgang ein Zeichen effektiver Abwertung ist. Es ist ersichtlich, dass der Schweizer Franken im historischen Vergleich seit 2010 deutlich aufgewertet hat. Bereits Anfang 2009 griff die SNB zu Devisenmarktinterventionen, um rezessive Tendenzen zu bekämpfen. Wie aus der oberen Grafik ersichtlich ist, konnte dies den Aufwertungstrend nicht entscheidend verändern, sodass die Interventionen im Folgejahr eingestellt wurden. Als sich die globale Finanzkrise auf die Staatsfinanzen einiger Mitgliedstaaten der Eurozone verlagert hatte, rückte der „Sichere Hafen“-Status der Schweizer Währung verstärkt in den Fokus der Finanzmärkte, was für weiteren Aufwertungsdruck sorgte. Auch hat das zunehmende Haushaltsdefizit der USA und das mehrfache Anheben der Verschuldungsobergrenze die Flucht von globalem Kapital in den Schweizer Franken verstärkt.

Mit herkömmlichen währungspolitischen Mitteln, wie selektive Intervention und Zinssenkungen, konnte die SNB den anhaltenden Aufwertungsdruck des Schweizer Franken nicht stoppen. Einen effektiven Erwartungsanker konnte die SNB den Marktteilnehmern erst im September 2011 vermitteln, als sie sich bedingungslos für eine Untergrenze des EUR/CHF-Wechselkurses von 1,20 aussprach. Trotz der klaren Worte und einer historisch gesehen eher konservativ gewählten Untergrenze (CHF ist dann immer noch relativ stark), musste die SNB ihre angekündigte uneingeschränkte Handlungsbereitschaft unter Beweis stellen. Die Unterschreitung des Mindestkurses wurde durch resolutes Eingreifen der SNB in den Devisenmarkt verhindert, was allerdings mit deutlich gestärkter Glaubwürdigkeit der SNB einherging und die Erwartungen über das künftige Tauschverhältnis des Franken gegen den Euro entsprechend von ca. 1,20 festigte.

Als Nebenwirkung dieser Politik stieg das Volumen der Währungsreserven der SNB sprunghaft an. Die Bilanzsumme der SNB liegt seit zwei Jahren bei über 80 % der jährlichen Wirtschaftsleistung, was den Durchschnitt der Industrieländer um ein Mehrfaches übertrifft. Lediglich in einigen wenigen erdölexportierenden Ländern sind die Fremdwährungsreserven ausgedrückt in % des BIP höher als in der Schweiz. Das Rettungsversprechen der EZB für die Eurozone in Juli 2012 sorgte für ein allmählich wiederkehrendes Vertrauen in die Gemeinschaftswährung, was mit einem abschwächenden Aufwertungsdruck des Schweizer Franken einherging. Die Märkte schienen die angesetzte Schwelle seitdem nicht mehr ernsthaft getestet zu haben: das Devisenvolumen auf der Bilanz der SNB blieb vergleichsweise konstant. Der Anteil des Euros an den gesamten Währungsreserven ging seit seinem Höchststand von über 60 % auf aktuell 47 % zurück.

Das zuletzt erklärte Ziel der Europäischen Zentralbank, ihre Bilanz deutlich auszuweiten um damit unter anderem einen schwächeren Euro sicherzustellen, könnte allerdings einen erneuten Handlungsdruck auf die Schweizer Notenbank zur Folge haben. Und auch jetzt stellt sich die Frage, ob die SNB ebenso entscheidend handeln wird wie früher, um den Mindestkurs zu verteidigen. Die Schweizer Währungshüter lassen in ihren Kommentaren daran keine Zweifel. Doch Misserfolge erfahren für gewöhnlich mehr Aufmerksamkeit, wodurch sich vermutlich die herrschende Skepsis der Marktakteure gegenüber der Fähigkeit der Währungshüter erklären lässt, ambitionierte Kursziele durchzusetzen. Dies gilt insbesondere, wenn die Notenbank ihre Währung stützen möchte. Denn Fremdwährungsreserven einer Zentralbank sind in keinem Fall unendlich. Ebenso wenig können steigende Zinsen zur Stützung der Währung als geeignete Maßnahmen angesehen werden, aufgrund der daraus folgenden realwirtschaftlichen Belastung. Beide Aspekte stellen die uneingeschränkte Fähigkeit der Notenbank in Frage, sich gegen einen Wertverlust der Währung zu stemmen. Dies mag jedoch nicht so sein, wenn es sich um eine gezielte Schwächung bzw. das Bekämpfen einer Währungsaufwertung handelt. Denn das Monopol der Geldschöpfung sichert einer Zentralbank die Fähigkeit zu, eigene Devisen gegen Währungen anderer Länder in uneingeschränktem Umfang zu tauschen. Zudem stellt eine auf die Abwertung gerichtete Währungspolitik im Kontext einer abschwächenden Konjunktur keinen stabilisierungspolitischen Zielkonflikt dar. Und dennoch könnte der Handlungsspielraum der SNB allmählich in Frage gestellt werden. So wird oft argumentiert, dass durch die bereits angeschwollene Bilanz der SNB die Politik der Kursbindung des Franken an den Euro bereits an praktische Schranken gestoßen ist, sodass eine deutliche Abwertung des Euro durch EZB-Bilanzausweitung die Schweizer Notenbank in Bedrängnis bringen könnte. Den Kommentaren der SNB zu Folge scheint die Bilanzgröße der Schweizer Notenbank allerdings weniger entscheidend zu sein.

Abb. 2: Inflationsraten im Euroraum und in der Schweiz



Quellen: Statistisches Bundesamt; Eurostat; IKB

Der ökonomische Vorteil für eine gezielte Schwächung der heimischen Währung ist umso größer, je höher der Anteil an Ausfuhren ist, der eine Verbesserung preislicher Wettbewerbsfähigkeit infolge der Abwertung erfährt. Im Jahr 2013 gingen über 46 % der Schweizer Ausfuhren in die Eurozone. Die Exporte aus der Eurozone in die Schweiz betragen lediglich 5,8 % der gesamten Exporte in Nichtmitgliedsländer der Währungsunion und Drittländer, so dass der Kostenimpuls einer gezielten Schwächung des Franken sich nur auf einen geringen Anteil der gesamten Handelsware der Eurozone auswirkt. Eine direkte währungspolitische Gegenreaktion der EZB ist daher auch in Zukunft wenig wahrscheinlich. Die Bereitschaft der Europäischen Zentralbank, einer gezielten Dollar-Schwächung entgegenzuwirken, wäre entsprechend höher.

Eine weitere Lockerung der Geldpolitik der EZB wird mit einem schwächeren Euro einhergehen, was den Handlungsdruck auf die SNB erhöhen wird und sie zur Wiederaufnahme massiver Devisenmarktinterventionen zwingen könnte. Die wirtschaftspolitischen Anreize den Mindestkurs durchzusetzen sind nach wie vor vorhanden. Die potenziellen Gefahren für die Geldwertstabilität, die durch den Verlust der Glaubwürdigkeit einer Zentralbank entstehen, scheinen gemäß SNB-Aussagen akuter zu sein, als die mit Fortführung der Fremdwährungskäufe verbundenen Risiken. Das weitere Anschwellen der Bilanz sollte die Schweizer Notenbank daher nicht vom eingeschlagenen währungspolitischen Kurs abbringen.

Die Mindestkursbindung war im Hinblick auf die rückläufige Preisentwicklung in der Schweiz eines der wenigen vorhandenen Instrumente der Schadensminimierung, mit dem die SNB die inländischen Teuerungsraten an die durchschnittlich höher liegenden Inflationsraten der Eurozone anzuknüpfen versuchte. Damit konnte sie der deflationären Entwicklung zwischenzeitlich zum Teil erfolgreich entgegenwirken (siehe Abbildung 2). Allerdings scheinen sich die Inflationsraten in jüngster Zeit angenähert zu haben, was diesen Effekt doch deutlich reduzieren sollte. Dies wiederum hat die Notwendigkeit eines stabilen bzw. schwächeren Schweizer Franken weiter erhöht.

Da das Abstoßen von angehäuften Fremdwährungsreserven einen Aufwertungsimpuls für den Franken erzeugen sollte, wird die SNB wohl die geldpolitischen Zügel erst anziehen können, wenn dies in der Eurozone bereits im Gange ist bzw. die Konjunktur in der Eurozone eine nachhaltige Erholung bestätigt. Doch das zu lange Festhalten an der Null-Zinspolitik birgt die Gefahr von sektoralen Fehlallokationen, wie sie möglicherweise bereits am Schweizer Immobilienmarkt zu erkennen sind. Die seit 1997 steigenden Immobilienpreise bekamen im Niedrigzinsumfeld einen zusätzlichen Auftrieb. Inflationsbereinigt liegen die aktuellen Werte laut IWF über dem Höchststand von 1990, dem eine abrupte Korrektur folgte. Das Volumen ausstehender Hypotheken gleicht mittlerweile 145 % der jährlichen Wirtschaftsleistung der Schweiz. Ob die seit neuem geltenden strengeren Kapital- und Liquiditätsvorschriften für Banken und geringere steuerliche Abschreibungsmöglichkeiten von Immobilienkrediten die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems effektiv stärken können, ist abzuwarten.

Fazit: Die geldpolitische Ausrichtung der EZB stellt für die eingeschlagene Währungspolitik der Schweizerischen Notenbank (SNB) zunehmend eine Herausforderung dar. Die SNB wird wahrscheinlich ihre volle Bereitschaft zur Durchsetzung eines EUR/CHF-Wechselkurses von mindestens 1,20 erneut belegen müssen – mit der Folge, dass die Währungsreserven weiter zunehmen werden. Der SNB fehlen allerdings Alternativen. Die IKB erwartet in 2014/15 keine Unterschreitung des Mindestniveaus, da sich die SNB einen Vertrauensverlust nicht leisten kann, wenn sie überhaupt auf Sicht Einfluss auf den EUR/CHF-Wechselkurs haben möchte. Bleibt jedoch die Ausrichtung der Geldpolitik zu lange expansiv, entstehen Zweifel an der Tragfähigkeit der unverhältnismäßig großen Bilanzsumme und Risiken von Fehlentwicklungen in einigen Sektoren der Wirtschaft. Dadurch kann die SNB auf längere Sicht einen schleichenden Glaubwürdigkeitsverlust erfahren. Ohne eine mittelfristig einsetzende konjunkturelle Erholung in der Eurozone ist daher fraglich, ob die SNB ihr geldpolitisches Ziel eines EUR/CHF-Wechselkurses von mindestens 1,20 halten kann.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

20. Oktober 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann