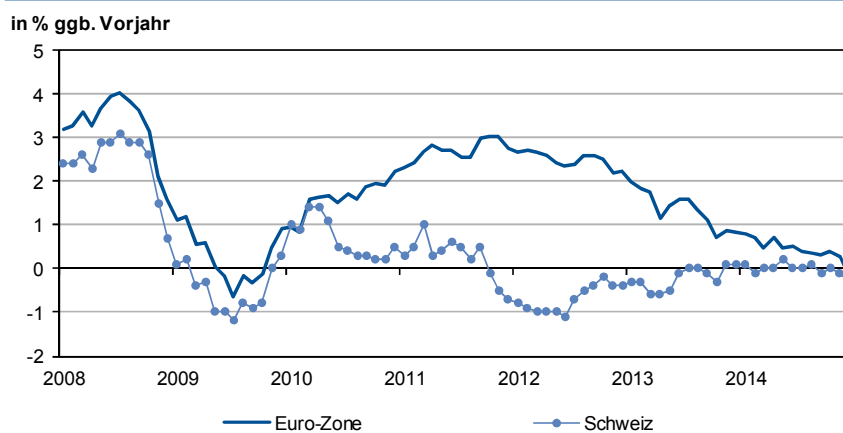


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Noch vor Kurzem hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Bedeutung des Mindestwertes von 1,20 Franken zum Euro bestätigt; doch nun hat sie das Handtuch geworfen: Offiziell wird die Abwertung des Euro zum US-Dollar als Grund für die Aufhebung des Mindestkurses angeführt, woraus auch eine Abwertung des Schweizer Franken zum Greenback erfolgte. Die SNB ist der Auffassung, dass sich die Überbewertung des Franken nun relativiert haben sollte. Glaubwürdig erscheint dies allerdings nicht. Für die Schweiz ist vorrangig die Euro-Zone als Handelspartner entscheidend und nicht die USA. Auch hat die Schweiz nun schon seit Längerem mit Deflationsrisiken zu kämpfen. Und es war zu erwarten, dass die Aufhebung des Mindestkurses zu einer deutlichen Aufwertung führen wird, da der Franken nun schon länger nah am Mindestkurs verweilt.

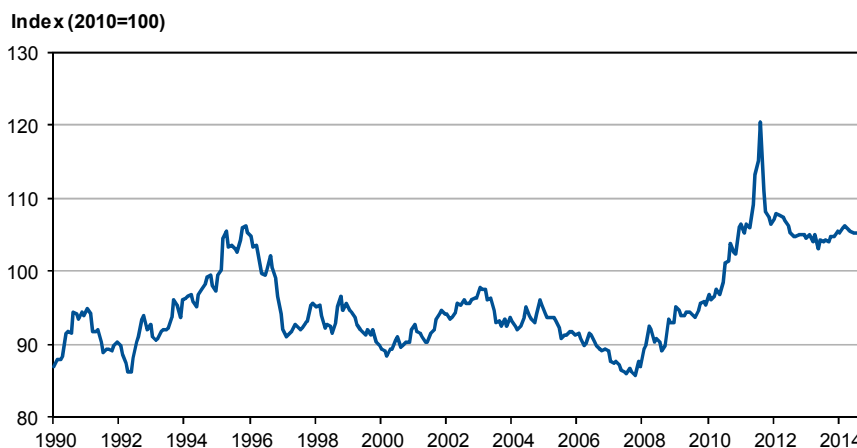
Abb. 1: Inflationsraten im Euroraum und der Schweiz



Quellen: Eurostat; BFS; IKB

Um dem Aufwertungsdruck entgegenzusteuern, hat die SNB ihr Zielband für den 3-Monatsatz um weitere 50 bp auf -0,25 % bis -1,25 % gesenkt. Das dürfte auch nicht die letzte Zinssenkung gewesen sein, da die Schweiz angesichts von Inflations- und Wachstumsentwicklung keine effektive Aufwertung zulassen kann. Die Zinssenkung und die aktuelle Aufwertung deuten darauf hin, dass die SNB womöglich nicht aus Überzeugung über das richtige Niveau des Franken gehandelt hat, sondern aufgrund des Drucks. Das aktuelle Niveau des Franken in Euro sowie in US-Dollar lässt erwarten, dass die Inflation in der Schweiz deutlich ins Negative rutschen wird und die Wirtschaft weitere Einbußen ihrer Wettbewerbsfähigkeit hinnehmen muss. Abbildung 2 veranschaulicht den preisbereinigten und handelsgewichteten Wechselkurs, worin die heutigen Entwicklungen noch nicht enthalten sind. Das aktuelle Niveau des Schweizer Franken spricht für einen effektiven Wechselkursindex von ca. 120 und damit eine preisbereinigte Aufwertung um rund 30 % im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt vor 2008. Angesichts der bereits niedrigen Inflation steht solch eine Politik nicht im Einklang mit dem Mandat der Preis- und Finanzstabilität.

Abb. 2: Realer effektiver Wechselkurs - Schweiz



Quelle: BIS

Die SNB könnte hoffen, dass sich die aktuelle Aufwertung als Überreaktion herausstellt und die Lage sich auch dank der niedrigen Zinsen wieder relativiert. Doch hierfür scheinen weitere Zinssenkungen wahrscheinlich, vor allem weil die Richtlinien und Kommentare der SNB durch die heutige Aktion ihren Einfluss auf die Märkte deutlich geschwächt haben. Denn die Aufhebung des Mindestkurses hat die Glaubwürdigkeit der SNB schwer belastet. Gründe sind die gebrochenen Zusagen der SNB ebenso wie die heutige nicht nachvollziehbare Erklärung für diese. Daran haben auch die Aussagen auf der Pressekonferenz nichts geändert: Die SNB glaubt, dass negative Zinsen einen starken Einfluss haben werden und den Wechselkurs wieder schwächen sollten, vor allem nach der aktuellen Übertreibung. Zudem wird die SNB – wenn notwendig – weiter am Devisenmarkt intervenieren. Davon geht die SNB allerdings angesichts der negativen Zinsen aktuell nicht aus.

Die Bilanzausweitung der SNB zeigt jedoch, dass der Mindestkurs von 1,20 Franken zum Euro nicht nur mit Zinssenkungen zu erreichen war. Somit ist die deutliche Aufwertung von heute nicht überraschend und zeigt wie hoch der Druck auf die SNB war, ihre Bilanzsumme weiter auszuweiten und die Zinsen zu senken. Der Druck hat sich allerdings angesichts der realwirtschaftlichen Implikationen, die sich durch die Aufwertung ergeben, nicht reduziert. **Deshalb hat die Entscheidung der SNB heute nicht nur ihre Glaubwürdigkeit geschwächt, sondern damit auch ihren Handlungsdruck eher erhöht als reduziert – vor allem, wenn sich die Hoffnung der SNB nicht bewahrheitet, dass die negativen Zinsen einen starken Einfluss haben werden.**

Hätte der Schweizer Franken deutlich höher notiert als die 1,20 EUR/CHF, wäre der Mindestkurs irrelevant gewesen und die SNB hätte ihn ohne größere Folgen für ihre Glaubwürdigkeit abschaffen können. Durch die Aufhebung des Mindestkurses bei einem Niveau des Franken von rund 1,20 hat die SNB ihre Glaubwürdigkeit und damit eine wichtige Einflussmöglichkeit auf den Wechselkurs deutlich geschwächt, da es sich um die Aufgabe des gestellten Ziels handelt. So kann die SNB nun weniger auf Kommentare vertrauen, sondern muss ihre Politik primär durch Zinsänderungen steuern. Daraus dürften weitere Zinssenkungen resultieren.

Fazit: Die SNB war in den letzten Jahren mehrmals nicht in der Lage, dem Aufwertungsdruck des Franken entschieden und vor allem nachhaltig entgegenzutreten, obwohl sie dies als offizielles Ziel formulierte. Beim Niveau von 1,50 Franken je Euro agierte sie ähnlich hilflos wie nun bei 1,20 Franken je Euro. Auch die heutige Senkung des Zinsbands um 50 bp zeugt von keiner großen Entschlossenheit. **Wieder einmal hat sich das Vertrauen auf die Zusagen von Notenbanken über Währungsstabilität als eine Illusion herausgestellt. Im Fall einer Währung, die eher zu stark ist, ist dies besonders überraschend. Angesichts des Glaubwürdigkeitsverlusts der SNB sollte die Volatilität des Franken hoch bleiben. Auch ein tendenzieller Aufwertungsdruck ist nicht auszuschließen, vor allem zum Euro, obwohl der aktuelle EUR/CHF-Wechselkurs übertrieben ist und somit eine Gegenreaktion mit sich bringen sollte. Eine deutliche Aufwertung vom aktuellen Kurs ist unwahrscheinlich. Denn auch die SNB sieht das aktuelle Niveau als deutlich überwertet an, woraus eine weitere Zinssenkung zur Schwächung der Währung erfolgen könnte.**

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-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

15. Januar 2015
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg