



DREYFUS SÖHNE & CIE AG
BANQUIERS, BASEL

Wie stehen die Zeichen für den Euro?

BEWEGTE VERGANGENHEIT. Im Vorfeld der Schaffung der Europäischen Währungsunion (EWU) im Januar 1999 und in den ersten Jahren nach der Lancierung des Euro tobte ein heftiger intellektueller Kampf, ob die in der Eurozone zusammengefassten Länder eine optimale Währungsunion bildeten. Der Euro hielt sich aber in den ersten Jahren auf den Devisenmärkten ganz passabel. Ab 2003 bis Sommer 2008 wertete er sich auf handelsgewichteter Basis kontinuierlich auf. Anzeichen für strukturelle Schwächen, oder gar ein Auseinanderbrechen der EWU waren nicht auszumachen. Erst die losbrechende globale Finanzkrise deckte die schleichenden Strukturschwächen der EWU schlagartig auf. Speziell die auseinander driftenden Trends der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und seiner mediterranen Handelspartner liess die Kontroverse über die langfristigen Überlebenschancen der EWU wieder aufleben. Der CHF/EUR-Wechselkurs wurde zum Spielball im Gezeitenwechsel der Popularität der Einheitswährung. Der oben beschriebenen langen und vergleichsweise stabilen Aufwertungsphase folgten bis Ende 2010 mehreren Entwertungswellen, welche den EUR zeitweise mehr als 25% abschwächten.

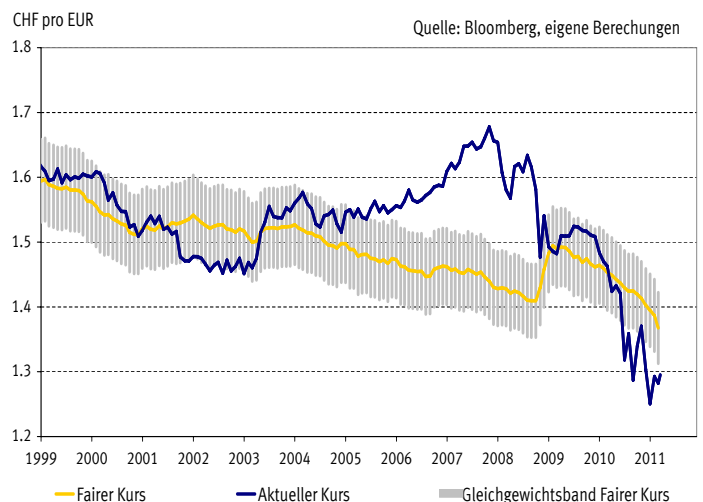
DREI ENTSCHEIDENDE EINFLUSSFAKTOREN. Wie sollen sich Schweizer Anleger in diesem Frühjahr in einem Umfeld voller Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Einheitswährung in Bezug auf den EUR verhalten? Ist nach dessen Abwertung die Zeit gekommen, den Portfolioanteil von EUR-Anlagen aufzustocken? Gewöhnlich gehörte Wechselkursprognosen sind bei Portfolioentscheiden nur selten hilfreich. Die diesen Prognosen zu Grunde liegenden Wechselkursmodelle sind instabil und liegen selbst in Bezug auf die Richtung der Kursbewegung oft falsch. Wir empfehlen für währungsspezifische Anlageentscheide stattdessen die pragmatische Berücksichtigung dreier wechselkursrelevanter Einflussfaktoren: (1) die Bewertung des EUR aus der Perspektive der Kaufkraftparität (KKP), (2) die Zinsdifferenz zwischen EUR- und CHF-Geldmarktanlagen und (3) die Volatilität des Wechselkurses.

EINFLUSSGRÖSSE KAUFKRAFTPARITÄT. Die erste Grafik zeigt den CHF/EUR-Wechselkurs gegenüber der von uns berechneten Kaufkraftparität. Das Theorem der Kaufkraftparität ist eines der robustesten Konzepte zur Bestimmung von Wechselkurs-

Eine pragmatische Checkliste für Fremdwährungsentscheide

gleichgewichtigen. Es besagt, dass Wechselkursänderungen durch den Unterschied der Inflationsraten zweier Länder bestimmt werden. Die Währung eines Landes mit tiefer Teuerung müsste sich demnach gegenüber der Währung eines Landes mit hoher Inflation aufwerten. Voraussetzung ist allerdings, dass der reale Wechselkurs stabil ist. Offensichtlich folgt der Trend des CHF/EUR-Wechselkurses tatsächlich unserer Kaufkraftparitätsschätzung von derzeit 1.40. Über kürzere und mittlere Zeiträume sind aber teilweise markante Abweichungen festzuhalten, so etwa 2001-2003, 2004-2008 und in der Zeit seit 2009. Aus der KKP-Perspektive ist der EUR für CHF-Anleger wieder langfristig interessant geworden. Was bedeutet in diesem Zusammenhang "langfristig"? Viele empirische Analysen kommen zum Schluss, dass Abweichungen von der KKP innerhalb von 6 bis 9 Jahren verschwinden.

Grafik 1: Aktueller CHF/EUR-Kurs gegenüber Kaufkraftparität



EINFLUSSGRÖSSE ZINSDIFFERENZ. Die wenigsten Anleger treffen ihre Anlageentscheide indessen mit einer derart weitblickenden Optik. Neben Bewertungsaspekten müssen deshalb auch mittel- und kurzfristige Faktoren berücksichtigt werden. Die Zinsdifferenz am Geldmarkt gehört als unsere zweite Einflussgrösse dazu. Eine spärliche Differenz spricht dafür, das

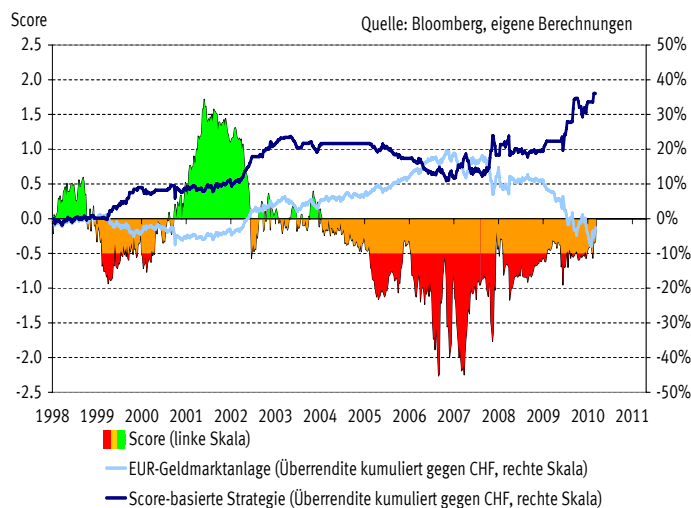
Fremdwährungsrisiko zu vermeiden und im Franken zu bleiben. Bei momentan 0.3% ist die Differenz zwischen EUR- und CHF-Geldmarktsätzen gegenüber ihrem langfristigen Durchschnitt von 1.5% ungewöhnlich tief und eine EUR-Anlage entsprechend unattraktiv.

EINFLUSSGRÖSSE VOLATILITÄT. Der dritte Faktor auf unserer Checkliste ist die Volatilität des CHF/EUR-Wechselkurses. Von speziellem Interesse ist in diesem Zusammenhang das aus Währungsoptionen ablesbare Wechselkursrisiko. Eine hohe Volatilität bedeutet eine geringe Prognostizierbarkeit des Wechselkurses. Anleger sollten in einem solch unsicheren Umfeld Fremdwährungen meiden. Momentan betragen die Volatilitäten beim CHF/EUR-Kurs mehr als 9%, das Dreifache ihres langfristigen Mittels. Auch dieses Kriterium spricht derzeit für Vorsicht bei EUR-Investments.

ZUSATZRENDITE DURCH RISIKOKONTROLLIERTE WÄHRUNGSSTRATEGIE. Grafik 2 zeigt den Score, in den Bewertung, Zinsdifferenz und Volatilität gleichgewichtet und standardisiert eingehen. Im **grünen Bereich** (positiver Score) wird im EUR Geldmarkt investiert. Im **orangenen Bereich** wird keine, im **roten Bereich** (Score deutlich negativ) eine negative EUR-Position

gehalten. Dieselbe Grafik zeigt auch die Überrenditen dieser simplen Strategie (+2.6% p.a.) und einer reinen EUR-Anlage (-0.2% p.a.) gegenüber CHF. Unsere EUR-Ampel steht vorderhand auf orange, und entsprechend raten wir beim Aufbau von EUR noch zur Vorsicht.

Grafik 2: EUR-Score: Entscheidungshilfe für CHF-Anleger



Dieser Artikel erschien am 19. März 2011 in der Beilage «geld anlegen» der Basler Zeitung

Adresse Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers | Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
 Telefon +41 61 286 66 66 | Telefax +41 61 272 24 38 | E-Mail contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Disclaimer Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.