

## Negativzinspolitik der SNB: Eine Ausnahmesituation wird zum Dauerzustand

Nach dem Ausbruch der Finanzkrise 2007/08 ergriffen die führenden Notenbanken neue, bis dahin undenkbbare Wege, um die globale Wirtschaft vor einer Depression zu bewahren. Nebst der aggressiven Reduktion des Leitzinses verabreichten die Zentralbanken ihrer Wirtschaft über den Ankauf von Wertschriften und/oder Devisen Liquiditätsspritzen. Der als sicherer Hafen geltende Schweizer Franken erlebte dabei eine massive Aufwertung. Um die Schweizer Wirtschaft vor dem drohenden Verlust ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit zu schützen und dem Risiko einer deflationären Entwicklung entgegenzuwirken, führte die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 6. September 2011 einen Mindestwechsellkurs von 1.20 Franken pro Euro ein. Damit ein unkontrolliertes Anwachsen ihrer Bilanz verhindert werden konnte, gab die SNB Mitte Januar 2015 ihr Mindestkursziel für den Euro und die damit verbundenen Interventionen am Devisenmarkt jedoch überraschend auf. Der resultierende Aufwertungsdruck des Schweizer Franks wurde mit der gleichzeitigen Einführung von Negativzinsen auf die bei ihr liegenden Giroguthaben der Banken konterkariert. Dies hatte das Ziel, die Attraktivität des Schweizer Franks durch eine adäquate Zinsdifferenz zum Euro zu schmälern. Schon 1978 hatte die SNB erstmals Negativzinsen auf Bankeinlagen verfügt, damals allerdings nur auf Guthaben ausländischer Anleger und lediglich für etwas mehr als ein halbes Jahr. Heute, mehr als vier Jahre nach dem Beginn dieser als «unkonventionell» geltenden Geldpolitik, hält die SNB immer noch an den Negativzinsen fest. Die temporäre Ausnahmesituation ist zum Dauerzustand geworden.

### Ursachen für die unerwartete Dauer der aktuellen Negativzinsperiode:

Weshalb ist es elf Jahre nach der Finanzkrise und trotz einer einmalig expansiven Geldpolitik in der Schweiz und im Ausland noch nicht zu einer Normalisierung der Konjunktur und des Zinsniveaus gekommen? Einer der Hauptgründe für die ungewöhnliche Langlebigkeit der Negativzinsen liegt primär an den anhaltend tiefen globalen Kapital- und Geldmarktsätzen. Dies ist kein kurzfristiges Phänomen, sondern das Ergebnis einer langfristigen globalen Entwicklung, welche die Zinsen über die letzten 20 Jahren kontinuierlich hat fallen lassen. Für die wirtschaftliche Entscheidungsfindung sind allerdings nicht die kurzfristigen Nominalzinsen, welche die Nationalbank direkt steuert, sondern die langfristigen Realzinsen relevant. Letztere lassen sich als Differenz zwischen den nominalen Zinsen und der Inflationsrate herleiten. Der aus Angebot an Ersparnissen und der Nachfrage nach Inve-

stitutionen definierte gleichgewichtige Realzins ist nicht direkt beobachtbar und lässt sich nur indirekt und temporär von der Nationalbank beeinflussen. Vieles spricht jedoch dafür, dass das reale gleichgewichtige Zinsniveau heute ebenfalls tiefer liegt als früher. Dies widerspiegelt zum einen die grosse, demographisch bedingte Sparneigung der privaten Haushalte in den Industrieländern, welche das Kapitalangebot erhöht und zum anderen die im Zuge des Wandels von einer Industrie- hin zu einer Dienstleistungsgesellschaft gedrosselte Kapitalnachfrage der Unternehmen. All diese Faktoren führen dazu, dass der Realzins sich aktuell auf relativ tiefem Niveau befindet. Dieser langfristig sinkende, globale Zinstrend, verbunden mit der zyklischen Komponente einer expansiven Geldpolitik zur Ankurbelung der konjunkturellen Entwicklung, haben entscheidend zur gegenwärtigen Niedrigzinsperiode beigetragen.

Aufgrund seiner internationalen Verflechtung ist für den Schweizer Geld- und Kapitalmarkt die Entwicklung seiner Handelspartner, insbesondere jene in der Eurozone, von besonderer Bedeutung. Die oben genannten globalen Faktoren werden durch die mittlerweile offensichtlichen Konstruktionsfehler der Europäischen Währungsunion verschärft. In einer Währungsunion ist ein Ausgleich unterschiedlicher Preissteigerungen durch eine Wechselkursanpassung nicht möglich. Deshalb ist eine Bedingung für die dauerhafte Existenz einer Währungsunion, dass die wirtschaftliche Entwicklung seiner Mitgliedsländer konvergiert. Um dieses Ziel zu erreichen, sollte in der Eurozone der Stabilitäts- und Wachstumspakt dafür sorgen, dass alle Mitgliedsländer ausgeglichene Staatshaushalte (max. 3% Budgetdefizit) und eine begrenzte öffentliche Verschuldung (max. 60% des BIP) anstreben. Tatsächlich existieren aber auch 20 Jahre nach der Einführung des Euros noch grosse Unterschiede zwischen den nördlichen und den südlichen Euroländern punkto Wettbewerbsfähigkeit, Innovationskraft und Schuldenlast. Durch die weitgehende Ausschaltung einer nationalen Fiskalpolitik als konjunkturpolitisches Instrument bzw. der Inexistenz einer eigentlichen europäischen Fiskalpolitik, konnte die resultierende Divergenz der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Mitgliedsländer nur durch weitere Verschuldung der schwächeren Nationen kompensiert werden. Erschwerend kommt die Tatsache hinzu, dass die Kapitalisierung des europäischen Bankensystems im internationalen Vergleich weiterhin mangelhaft ist. Einen Grossteil der Eigenmittel ist in nationalen Staatsanleihen investiert. Schon geringe Preisschwankungen haben einen signifikanten Einflussfluss auf die Solvenz und damit auf die Kreditvergabefähigkeit der Banken. Der hohe

Anteil an notleidenden Krediten in den Bilanzen verbunden mit politischen Unsicherheiten führen dazu, dass das Kreditvolumen nur unterdurchschnittlich steigt. Um diesen nachfrageseitigen Strukturschwächen und den damit einhergehenden Zersetzungsgefahren entgegenzuwirken, sieht sich die Europäische Zentralbank zu einer Politik genötigt, die das Ausmass der den Kapitalmärkten zur Verfügung gestellten Liquidität üppiger und das Niveau der Geldmarktsätze tiefer ausfallen lässt als dies ohne die oben erwähnten Konstruktionsfehler der Fall wäre. Ob die Eurozone diese Konstruktionsfehler in naher Zukunft überwinden kann, erscheint aus heutiger Perspektive fraglich. Erst ein anhaltend höheres, strukturelle Reformen erforderndes Wachstumsniveau würde einen langfristigen Anstieg der europäischen und damit der schweizerischen Realzinsen erlauben.

Selbstverständlich muss, neben diesen strukturellen Überlegungen, auch eine Einschätzung der globalen Konjunkturtrends vorgenommen werden, um eine Aussage über die Zinsentwicklung der nächsten 6-18 Monate zu wagen. Wir wollen in diesem Zusammenhang nicht verschweigen, wie schwierig Zinsprognosen sind. Die meisten Kapitalmarktökonominnen und Zentralbanken lagen speziell seit der Finanzkrise mit Prognosen einer baldigen und nachhaltigen Zinswende strukturell falsch. In den vergangenen Monaten signalisierten verschiedene Frühindikatoren eine Abschwächung der globalen Wirtschaftsdynamik. Derzeit befinden wir uns in der Spätphase des Konjunkturzyklus und die USD-Zinsstrukturkurve ist nahezu flach. In der Vergangenheit galt die Inversion der USD-Zinsstrukturkurve als zuverlässiger Indikator für eine bevorstehende Rezession. Jüngst trübte sich auch die Stimmung der Einkaufsmanager ein. Damit bleibt auch die Wahrscheinlichkeit eines baldigen Wiederanziehens des pan-europäischen Zinsniveaus, die Schweiz eingeschlossen, gering.

### Konsequenzen der Negativzinspolitik für die Schweizer Wirtschaft

Den Vorteilen der Wechselkurspflege für die Exportwirtschaft stehen die Nachteile für die Anleger gegenüber: Die Kosten der Negativzinsen für institutionelle und private An-

leger können als von der SNB erzwungene Subventionen für die Exporteure angesehen werden. Vertreter der SNB werden nicht müde darauf hinzuweisen, dass sich der ohnehin schon teure Franken bei einer Aufgabe der Negativzinsen noch weiter aufwerten und wesentliche Beschäftigungsverluste auslösen würde. Darüber, ob der CHF heute gegenüber dem EUR immer noch wesentlich überbewertet ist, lässt sich allerdings streiten. Unsere Kaufkraftparitätsberechnungen stützen die These eines deutlich unterbewerteten Euros nicht. Dies liegt am kumulierten Inflationsvorsprung der Euroländer gegenüber der Schweiz über die letzten Jahre. Die von den Anlegern an die Exporteure geleistete Subventionen wird heute also vermutlich weniger benötigt als noch vor 4 Jahren.

Sicherlich müsste die SNB bei der Aufgabe der Negativzinsen am Devisenmarkt Euros aufkaufen, wenn eine weitere potenzielle Aufwertung des Frankens eine gewisse Schmerzgrenze nicht übersteigen soll. Sie würde damit ihre Bilanz weiter vergrössern müssen, wodurch wiederum die Nachteile einer überdimensionierten Zentralbankbilanz evaluiert werden müssten. Ohne einen anhaltenden Anstieg der globalen und europäischen Kapital- und Geldmarktsätze erscheint uns die unilaterale Aufgabe der Negativzinsen seitens der SNB höchst unwahrscheinlich.

In einem Umfeld, wo die Realzinsen gering und unter dem realen BIP-Wachstum und der realen Expansionsrate der Unternehmensgewinne bleiben, nimmt, unabhängig vom Risikoprofil des Anlegers, die Bedeutung der Aktien in der strategischen Asset Allocation zu, jene der Obligationen ab. Tiefe, womöglich auch langfristig negative reale Verfallsrenditen begünstigen zudem das Gold, welches besonders in Phasen ansteigender politischer Unsicherheiten Wertsteigerungen erlebt. Bei höheren Aktien- und Goldquoten gewinnt das systematische Risikomanagement an Bedeutung. Um die mit einer höheren strategischen Aktienquote einhergehende Risikoerhöhung zu konterkarieren, bietet sich die systematische Diversifikation über globale Sektoren in Verbindung mit Style Faktoren, wie Qualität, Bewertung und Minimum Volatilität an. Durch das Ernten dieser systematischen Risikoprämien, können Anleger ihr Ertragspotenzial erhöhen ohne unnötige zusätzliche Risiken einzugehen.

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.

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