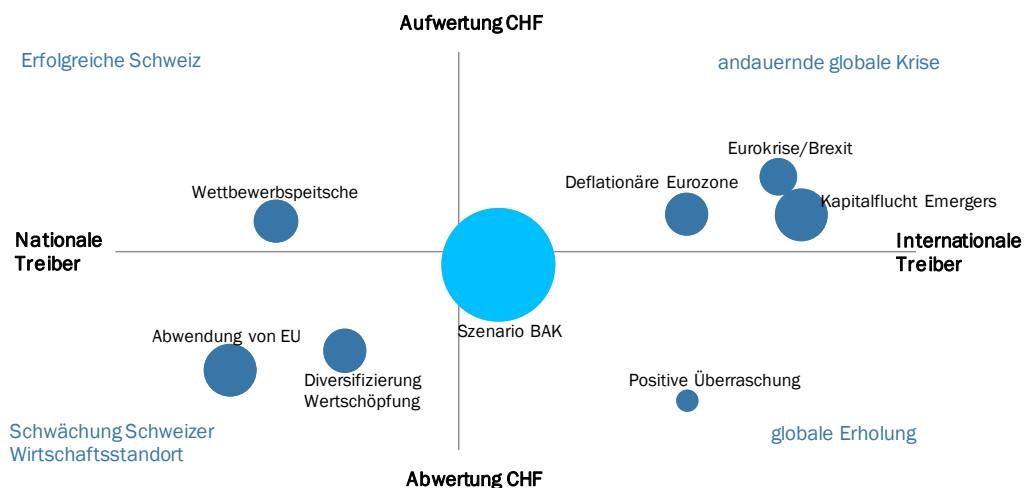


# Bergig, steinig oder eben – der Weg in eine wettbewerbsfähige Zukunft der Schweiz nach dem Frankenschock

Die Schweiz wird mittelfristig wettbewerbsfähig und gestärkt aus der Frankenkrise hervorgehen. Die Frage ist, wie sich der Weg dahin gestaltet. BAKBASEL zeigt anhand von 8 Szenarien die Entwicklungsmöglichkeiten und Optionen auf. Als wahrscheinlichste Entwicklung erwartet BAKBASEL eine graduelle Abwertung. „Der Abwertungs-Peak“ gegenüber dem Euro wird Ende 2017 bei 1.15 CHF/Euro erreicht.

## Szenarien im Überblick



Je grösser der Kreis, desto höher die Eintrittswahrscheinlichkeit  
Quelle: BAKBASEL

Die Szenarien setzen sich aus Auf- und Abwertungsszenarien in unterschiedlichster Ausprägung mit unterschiedlichen Eintrittswahrscheinlichkeiten, Fristigkeiten und Treibern zusammen und sind teilweise stark durch die Hervorhebung einzelner Faktoren geprägt. Die wahrscheinlichste Entwicklung, das sogenannte Basisszenario („Szenario BAK“), beinhaltet zwar ebenfalls viele dieser verschiedenen Elemente, wird aber insgesamt durch eine eher ausgeglichene Entwicklung der verschiedenen Faktoren geprägt. Am wahrscheinlichsten erscheint damit eine graduelle Abwertung bei weiter herausfordernden, aber nicht krisenhaften globalen Entwicklungen.

## Das Basisszenario („Szenario BAK“)

### Die graduelle Abwertung als wahrscheinlichster Weg

Der Frankenaussenwert bildet sich **graduell** zurück, 2016 vor allem gegenüber dem USD, 2017 auch gegenüber dem Euro. Der „Abwertungs-Peak“ gegenüber dem Euro wird aber Ende 2017 bei 1.15 CHF/Euro erreicht. Für 2016 wird weiter mit Relationen um 1.10 CHF/Euro gerechnet.

Die Weltkonjunktur gewinnt zunächst langsam und 2017 verstärkt an Dynamik. Die Erholung wird von reifen Volkswirtschaften getrieben, aufstrebende Volkswirtschaften bleiben im historischen Vergleich schwach, fassen aber langsam wieder Tritt.

Der Erholungspfad der US-Konjunktur ermöglicht 2016 zwei weitere Zinserhöhungen, welche über die Ausweitung des Zinsdifferenzials Aufwertungsdruck vom Franken nehmen.

Auch in der Eurozone setzen sich die Erholungstendenzen fort, so dass die EZB immer stärker kommuniziert, ihr Anleihekaufprogramm im Frühjahr 2017 zu beenden und dies schliesslich auch tut. Obwohl ein erster Zinsschritt der EZB erst 2018 erfolgt, ermöglicht das Ende der „Euro Flutung“ im Jahr 2017 eine Abwertung des Frankens in Richtung 1.15 CHF/Euro.

Eine darüber hinausgehende Abwertung ist jedoch im Rahmen dieses Szenarios nicht wahrscheinlich, da auch davon ausgegangen wird, dass die Schweiz die aktuelle Frankenstärke ohne tiefgreifende Blessuren überwindet und bei der Personenfreizügigkeit sowie den Bilateralen Verträge eine tragfähige Lösung findet, welche den langfristigen Wachstumspfad nicht gefährdet. Damit verbleibt die Schweiz im internationalen Gefüge als strukturell starke, wettbewerbsfähige Volkswirtschaft mit geringen Inflationsraten und intaktem Staatshaushalt. Diese Faktoren lassen mittelfristig vom 2017 erreichten Niveau eine tendenzielle Aufwertungsbewegung des Frankenaussenwertes gegenüber einem breiten Währungskorb erwarten.

## Hintergrund und Ausgangslage

### SNB Entscheid vom 15. Januar 2015 hat Ausgangslage massiv verändert

Mit dem SNB Entscheid vom 15. Januar 2015, den Mindestkurs von 1.20 CHF/Euro aufzuheben, haben sich die Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaftsakteure schlagartig verändert. Negativ schlagen vor allem der Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland sowie die reduzierte Planungssicherheit zu Buche. Viele Standortfragen werden im Zuge der Frankenaufwertung neu gestellt und trüben den mittelfristigen Ausblick. Ein nachhaltiger Verlust an Standortattraktivität und Wachstumspotenzial droht vor allem dann, wenn der Produktivitätsfortschritt nicht ausreicht, den Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit zu kompensieren.

Auf der anderen Seite erlebte die Schweizer Volkswirtschaft nach der Aufwertung einen Kaufkraftgewinn, welcher vor allem den Konsumenten und stark auf ausländische Vorleistungen angewiesenen Produzenten zu Gute kommt. Der kurzfristig stark intensivierte Strukturwandel könnte nach einer schmerzhaften Anpassungsphase den Weg für neue Wachstumspotenziale ebnen, so dass die Schweiz mittelfristig gestärkt aus dem Frankenschock hervorgeht.

### **Mittelfristig wird die Schweiz gestärkt hervorgehen – vielfältige Wege dahin möglich**

Welches der Szenarien sich einstellt, ist nicht zuletzt von der weiteren Entwicklung des Frankenkurses abhängig. Kurzfristig würde eine nochmals forcierte Aufwertungs-  
bewegung vom aktuellen Niveau die Chancen für einen günstigen Ausgang deutlich schmälern. Gemäss unseren Modelberechnungen reduziert ein um 10 Prozent höherer Frankenaussenwert das Schweizer Bruttoinlandsprodukt in den ersten beiden Jahren um rund 2 Prozentpunkte, negativ verstärkende strukturelle Faktoren wie Firmen-Abwanderungen nicht inbegriffen.

Andererseits gibt es aber auch durchaus Szenarien, welche für eine signifikante Entspannung der Wechselkurssituation sprechen, zumal der „faire“, durch ökonomische Fundamentaldaten gedeckte Wert gegenüber dem Euro gegenwärtig bei 1.15 bis 1.30 CHF/Euro angesetzt wird, der Franken also zumindest in dieser Währungskonstellation fundamental überbewertet erscheint.

Welche Richtung der Frankenkurs kurzfristig einschlägt, ist vor allem von externen Faktoren im geopolitischen und wirtschaftlichen Umfeld abhängig. Mittelfristig hängt der Kurs des Frankens als frei handelbare Währung vor allem davon ab, inwieweit es der Schweiz gelingt, ihr erfolgreiches Wachstumsmodell der letzten Jahre aufrecht zu erhalten. Allgemein gilt, ein starke, exportorientierte Wirtschaft geht auch mit einer starken Währung einher, kann diese verkraften und schöpft aus ihr neuen Antrieb für Innovationen und Wettbewerbsfähigkeit.

Um den zahlreichen Unwägbarkeiten bezüglich der weiteren Entwicklung des Frankenkurses Rechnung zu tragen, hat BAKBASEL für Sie eine Auswahl relevanter Szenarien zusammengestellt. Die Szenarien sollen als eine Art Watchlist helfen, Entwicklungen bezüglich ihrer Relevanz für den Frankenkurs besser zu filtern und einzuordnen.

## **Die Aufwertungsszenarien**

### **1. Verschärfte Kapitalflucht aus den Schwellenländern**

**Aufwertungspotenzial:** hoch, **Zeitliche Relevanz:** 2016 / 2017

Die Emerging Markets bekommen ihre vielschichtigen Probleme nicht in den Griff. Das Vertrauen der internationalen Investoren sinkt weiter, insbesondere gegenüber China. In der Folge kommt es zu massiven Kapitalabflüssen, wobei der Euroraum aufgrund der eigenen strukturellen Probleme als Anlagevehikel relativ deutlich weniger des „frei werdenden“ Kapitals anzieht als die USA oder die Schweiz.

Die verschärften Probleme der Emergers und hierdurch erhöhten globalen Risiken verzögern den geldpolitischen Normalisierungsprozess von FED und EZB bzw. führen zu neuen expansiven Massnahmen, welche den Aufwertungsdruck auf den Franken zusätzlich erhöhen. Ebenfalls verstärkend wirkt, dass die Funktion des Frankens als Safe Haven gegenüber dem Status Quo an Gewicht gewinnt.

## 2. Euro Krise/Brexit

**Aufwertungspotenzial:** sehr hoch, **Zeitliche Relevanz:** 2016 +

Die aktuelle „Unaufgeregtheit“ um den Fortbestand der Eurozone bzw. der EU erweist sich als trügerisch. Ungenügende Reformen in Griechenland oder vom eingeschlagenen Reformkurs abrückende politische Stossrichtungen in Spanien, Portugal oder Italien weisen erneut auf die Konstruktionsfehler hin, welche sich mehr und mehr als untragbar erweisen. Das internationale Vertrauen in den Euro geht nochmals deutlich zurück.

Neben den wieder in den Vordergrund rückenden Problemen der Programmländer könnte hierzu auch ein Austritt Grossbritanniens aus der EU beitragen. Insbesondere würde bei einem Austritt Grossbritanniens ein wichtiger Stützpfiler marktwirtschaftlich orientierter Politik entfallen und den Weg in eine ineffiziente Transferunion ebnen. All diese Faktoren würden die aktuelle Euro-Schwäche nochmals deutlich verstärken und erhöhen den Aufwertungsdruck auf den Franken.

## 3. Deflationäre Eurozone

**Aufwertungspotenzial:** hoch, **Zeitliche Relevanz:** 2016 / 2017

Die aktuellen Erholungstendenzen in der Eurozone erweisen sich als konjunkturelles Strohfeuer. Anstatt weiter Fahrt aufzunehmen schwächt sich die Wirtschaftsdynamik in den kommen Quartalen wieder ab. Die EZB sieht sich hierdurch zu einer Ausweitung des expansiven geldpolitischen Kurses veranlasst. Die Zinsen werden weiter gesenkt und die quantitativen Massnahmen sowohl bezogen auf das Volumen als auch die Fristigkeit ausgeweitet.

Die schrumpfenden Zinsdifferenziale und die Erhöhung des Euro-Angebots verschärfen die Euro-Schwäche weiter. Hierzu trägt auch bei, dass sich die Gefahren für einen Euro Break Up erhöhen, da eine tragfähige, aus eigener Kraft resultierende Lösung für die Programmländer in weite Ferne rückt.

## 4. Produktivitätspeitsche

**Aufwertungspotenzial:** mittel bis hoch, **Zeitliche Relevanz:** 2018 +

Die im Jahr 2015 erfolgte Frankenaufwertung stellt die Schweizer Wirtschaftsakteure vor enorme Herausforderungen. Einige international ausgerichtete oder auch nur im internationalen Wettbewerb stehende Geschäftsmodelle sind auf der aktuellen Kostenbasis ohne deutliche Produktivitätsgewinne nicht mehr tragfähig. Eine Reaktion hierauf wird sicherlich in zunehmender Rationalisierung und internationaler Diversifizierung der Kostenbasis liegen. Zum Teil handelt es sich hierbei um eine Beschleunigung

gung des Strukturwandels, welcher ohnehin stattgefunden hätte, möglicherweise aber auch um einen echten Verlust an Wachstumspotenzial.

Gerade für die Schweiz mit ihrer breit aufgestellten, kreativen und international gut positionierten Exportbasis stehen die Chancen aber gut, dass die Anreize für verstärkte, den technologischen Fortschritt erhöhende Innovationen mit der Frankenaufwertung deutlich zugenommen haben. In diesem Fall ginge die Schweiz mittelfristig gestärkt aus der aktuellen Situation hervor. Die hohe Wettbewerbskraft und die Exporterfolge würden naturgemäss auch die Aufwertung der Schweizer Währung vorantreiben, dies jedoch aufgrund inländischer Stärke und nicht wie aktuell wegen ausländischer Schwäche.

## Die Abwertungsszenarien

### 1. Positive Überraschung reife Volkswirtschaften

**Abwertungspotenzial:** hoch, **Zeitliche Relevanz:** 2016 / 2017

Die US-Wirtschaft fasst in den kommenden Monaten kräftig Tritt, die Inflationsraten ziehen an und das FED erhöht die Zinsen stärker als von den Märkten angenommen (mehr als zwei Zinsschritte von jeweils 0.25 Punkten im Jahr 2016).

Auch die aktuellen Erholungstendenzen in der Eurozone münden im Verlauf des ersten Halbjahres 2016 in einem kräftigen und breit abgestützten Aufschwung, welcher die EZB veranlasst, ihr Anleihekaufprogramm vorzeitig zu beenden und erste Zinserhöhungen bereits für 2017 ins Auge zu fassen.

Der Franken verliert als „Safe Haven“ deutlich an Attraktivität und die Ausweitung der Zinsdifferenziale verstärkt die abschreckende Wirkung der SNB Negativzinspolitik. In der Folge kommt es gegenüber dem Status Quo zu einer deutlichen Franken-Abwertung gegenüber einem breiten Währungskorb.

Trotz der ausgeprägten Abwertung ist dieses Szenario gerade für die Schweiz nicht ohne negative wirtschaftliche Risiken. Insbesondere erhöhen sich die Inflationsgefahren, was die SNB zu einer abrupten Umkehr ihrer gegenwärtigen Negativ-Zinspolitik zwingen könnte. Dies würde vor allem den Immobilienmarkt in Gefahr bringen. Anstatt der erwarteten sanften Landung geriete ein scharfes Korrekturszenario in den Vordergrund.

### 2. Abwendung von EU (Kapitalabfluss aus Schweiz)

**Abwertungspotenzial:** sehr hoch, **Zeitliche Relevanz:** Frühjahr 2016+

Die Aufhebung des Personenfreizügigkeitsabkommens und mögliche Rückschritte bei den Bilateralen Verträgen vermindern Standortattraktivität und Wachstumspotenzial, während das Schweizer Preisniveau steigt. Es kommt zu Kapitalabflüssen und geringeren Inflationsdifferenzialen, welche den Franken gegenüber einem breiten Wäh-

rungskorb schwächen. Im Gegensatz zu den anderen Abwertungsszenarien wird die Abwertung durch einen strukturellen Schwächungsschock der Schweizer Volkswirtschaft ausgelöst.

### 3. Diversifizierung Wertschöpfungsketten

**Abwertungspotenzial:** mittel bis hoch, **Zeitliche Relevanz:** 2016+

Die mit dem hohen Frankenwert verbundene Notwendigkeit zur Reduktion der Stückkosten könnte die Schweizer Unternehmen verstärkt dazu treiben, ihre Wertschöpfungsbasis international zu diversifizieren, um den ungünstigen Schweizer Wechselkursbedingungen auszuweichen. Über eine deutliche Zunahme der Schweizer Direktinvestitionen im Ausland würde dies bezüglich des Frankenwertes wie eine Art natürlicher Stabilisator wirken. So ginge der für die Auslandsinvestitionen notwendige Bedarf an ausländischer Währung für sich genommen auch mit einer Abwertung des Frankens einher.

#### Ihre Ansprechpartner

Martin Eichler  
Geschäftsleitung, Chefökonom  
T + 061 279 97 14  
martin.eichler@bakbasel.com

Alexis Bill Körber  
Bereichsleiter  
T + 061 279 97 20  
alexis.koerber@bakbasel.com