

BAKBASEL Kommentar zur Aufhebung der Mindestkursgrenze

## **SNB Entscheid bedingt Prognoserevision**

**Basel, 16.01.2015** – Der erste Tag des SNB Entscheides ging mit einem historischen Aufwertungsschock des Frankens einher. Für die realwirtschaftlichen Auswirkungen ist allerdings nicht relevant, wo der Franken heute oder in den nächsten ein bis zwei Wochen liegt. Entscheidend ist, in welchem Bereich sich der Franken nach der Neuorientierung der Märkte einpendelt.

Viele Ausprägungen sind möglich: Beispielsweise würde die Schweiz bis Ende 2016 um 1.5 bis 2 Prozentpunkte Wachstum verlieren, falls sich der Wechselkurs leicht oberhalb der Parität stabilisiert. Dies bedeutet zwar noch keine Rezession, aber ein deutlich abgeschwächtes Wachstum unterhalb der Potenzialrate. Gleichzeitig steigt die Arbeitslosigkeit und dürfte im Jahresdurchschnitt 2016 bei 3.6 bis 3.8 anstelle von 3.1 Prozent liegen. Das zeigen erste Berechnungen des Makromodells von BAKBASEL, wenn dabei für 2015 und 2016 von einem Wechselkurs von 1.05 CHF/Euro ausgegangen wird.

Ob sich der Wechselkurs im Jahresmittel letztendlich aber bei einem Wert in der Nähe von 1.05 CHF/Euro einpendelt oder nicht, ist heute noch nicht abschliessend absehbar. Auch wenn der in der Beispielsrechnung für die kommenden zwei Jahre unterstellte Wert nach Einschätzung von BAKBASEL bei den gegebenen Fundamentalbedingungen als vergleichsweise hoher Frankenwert erscheint, ist eine baldige Rückkehr zum bisherigen Niveau von 1.20 CHF/Euro oder darüber angesichts der hohen globalen Unsicherheiten nicht zu erwarten. Die Schweizer Wirtschaft wird in den Jahren 2015 bis 2016 damit mit einem deutlich stärkeren Franken konfrontiert sein, als dies in unserem bisherigen Basisszenario angenommen wurde. Um den deutlich veränderten Rahmenbedingungen Rechnung zu tragen, wird BAKBASEL die Prognosen in den nächsten Wochen im Rahmen eines Sonderupdates ausserhalb des gewöhnlichen Quartalsrhythmus überarbeiten.

### **Grundlegende Einschätzung des SNB Entscheides**

Die SNB hat am 15. Januar 2015 den Franken-Mindestkurs zum Euro aufgegeben und den Negativ-Zins auf Guthaben der Geschäftsbanken unmittelbar auf -0.75 Prozent gesenkt.

Der Mindestkurs war in den letzten 3.5 Jahren eine erfolgreiche Massnahme, welche die Planungssicherheit der Schweizer Unternehmen deutlich erhöht und die Deflationsgefahren in der Schweiz gesenkt hat.

Angesichts der nach wie vor hohen Unsicherheiten und dem damit verbundenen hohen Aufwertungsdruck auf den Franken kam der Zeitpunkt der Aufhebung der Mindestgrenze sehr überraschend. Allerdings sprachen einige Fundamentalfakten zunehmend für eine Veränderung des geldpolitischen Kurses:

- Die extrem expansive, an EZB Entscheide gekoppelte, Geldpolitik der SNB passt nicht zur robusten wirtschaftlichen Entwicklung in der Schweiz.
- Die Nähe des Frankenkurses zur Untergrenze in den letzten Monaten deutet darauf hin, dass die SNB dauerhaft intervenieren musste, um den Mindestkurs zu halten. Dies zeigt sich auch in der Entwicklung der SNB-Bilanzen in den letzten Monaten.
- Die starke Abwertung des Euros gegenüber den anderen Währungen, vor allem gegenüber dem US-Dollar, macht den Euro als Anker für den Schweizer Mindestkurs ungeeignet.
- Die geldpolitischen Ungleichgewichte zwischen Europa (bevorstehendes QE und negative Zinsen) und den USA (Ende des QE und Vorbereitung auf Zinserhöhungen) haben stark zugenommen und dürften sich in den kommenden Monaten noch weiter akzentuieren. Dies deutet auf ein weiteres Auseinanderlaufen der Währungen hin. Dies gilt ebenso für die Realwirtschaft. Die positive wirtschaftliche Entwicklung in den USA (ebenso CH) erfordert einen anderen geldpolitischen Kurs als für die wirtschaftlich schwache und von Deflationsgefahren bedrohte Eurozone angebracht ist.

Die genannten Faktoren hätten die Kosten und Risiken der Interventionspolitik zunehmend erhöht. Daher ist, auch wenn der genaue Zeitpunkt überrascht hat, die Entscheidung zur Aufhebung des Mindestkurses grundsätzlich gut begründet.

Allerdings wird die abrupte Aufhebung der Mindestgrenze mit Kosten verbunden sein. Wie hoch diese ausfallen, hängt insbesondere davon ab, wo sich der Franken-Wert in den kommenden Wochen und Monaten einpendeln wird.

Die meisten ökonomischen Fundamentaldaten sprechen für Werte deutlich oberhalb der Parität des Franken zum Euro, und der unmittelbare Wechselkursschock nach Bekanntgabe der SNB Entscheidung dürfte naturgemäss auch durch Marktüberreaktionen geprägt sein.

Einen Hinweis liefern Schätzungen für den sogenannten „fairen“ Wechselkurs. Es wird davon ausgegangen, dass die Wechselkurse langfristig einen Trend hin zu diesem Kurs aufweisen. Der „faire“ Wechselkurs ist jedoch nicht beobachtbar oder direkt berechenbar, sondern kann nur anhand verschiedener Methoden geschätzt werden. Aktuell weisen die mit verschiedenen Methoden vorgenommenen Schätzungen für den „fairen“, aus ökonomischen Fundamentaldaten begründeten, Wechselkurs eine grosse Spanne auf und liegen mehrheitlich in etwa in der Spanne zwischen 1.10 und 1.40 CHF/Euro. Die hohe Spanne zeugt auch davon, dass die strukturellen Verwerfungen, welche die Finanzkrise mit sich gebracht hat, noch nicht abschliessend beurteilt werden können.

Es muss jedoch auch darauf hingewiesen werden, dass auch über mehrere Jahre erhebliche Abweichungen der Märkte vom „fairen“ Wechselkurs möglich sind. Gerade ein hohes Mass an Unsicherheit sowie spekulative Marktaktivitäten können zu solchen anhaltenden Abweichungen führen. Je länger nun also das globale Unsicherheitsmotiv bei der Kursbildung des Schweizer Frankens überwiegt, desto grösser

können auch die negativen realwirtschaftlichen Rückwirkungen des Entscheids vom 15. Januar ausfallen.

### **Realwirtschaftliche Rückwirkungskanäle der Aufwertung**

Grundsätzlich beeinflusst der Wechselkurs die Schweizer Volkswirtschaft über mehrere Wirkungskanäle.

Der wichtigste Wirkungskanal ist der Einfluss auf den Aussenhandel. In den letzten Jahren konnten sich die Schweizer Unternehmen auf einen Wechselkurs von 1.20 Euro/CHF verlassen. Dieses Niveau war für die meisten Branchen verkraftbar. Nun erfolgt jedoch eine abrupte und kräftige Franken-Aufwertung, wodurch die Schweizer Exporteure an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Hiervon sind Branchen mit preissensitiven Gütern und Dienstleistungen, sofern diese international handelbar sind, besonders betroffen (z.B. Tourismus).

Bei administrierten Preisen wie in der Pharma-Branche wird der steigende Franken dagegen vor allem kräftig auf die Margen drücken. Zudem ist auch die Bedeutung der internationalen Absatzmärkte entscheidend. In den besonders auf den Euroraum fokussierten Branchen wie dem Maschinenbau sind stärkere negative Effekte zu erwarten als beispielsweise bei der auf den Weltmarkt ausgerichteten Pharmaindustrie.

Auch binnenorientierte Branchen sind aufgrund der Importkonkurrenz nicht vor Rückschlägen gefeit. Neben dem Tourismus könnte der hohe Frankenaussenwert zu einer nochmaligen Zunahme des Einkaufstourismus führen. Auch viele Dienstleister, das Handwerk und das Baugewerbe sehen sich einer erhöhten Importkonkurrenz ausgesetzt. Im Falle des Finanzsektors gibt es gegenläufige Effekte (z.B. möglicherweise höhere Attraktivität von Anlagen in Franken für ausländische Anleger versus tiefere Zinsmargen und allgemein schwächere Konjunktur), insgesamt dürfte dies jedoch die Aussichten für den Finanzsektor ebenfalls eintrüben.

Auf den Immobilienmärkten hingegen ist die Gefahr einer Überhitzung weiter gestiegen, was auch entsprechende Rückwirkungen auf die Bauindustrie zeigen könnte. Allerdings ist gegebenenfalls damit zu rechnen, dass die SNB zusätzliche Gegenmassnahmen ergreift, beispielsweise eine nochmalige Anhebung des antizyklischen Kapitalpuffers. Damit werden auch allfällige positive Impulse der nochmals verschärften Negativzinsen für die Baukonjunktur stark limitiert und wahrscheinlich von negativen Nachfrageeffekten überlagert.

Insgesamt erhöht der Wegfall des Mindestkurses die Planungsunsicherheit der Unternehmen und reduziert die Investitionsanreize. Zudem dürften aufgrund der steigenden Export- und Import-Konkurrenz die Gewinnmargen der Unternehmen schrumpfen, was ebenfalls die Investitionsbereitschaft schmälert.

Auch die Standortattraktivität der Schweiz für Ansiedlungen dürfte negativ tangiert werden. Erschwerend kommt hinzu, dass sich die Aufhebung des Mindestkurses in eine Reihe von wirtschaftspolitischen Entscheidungen einreicht (MEI-Initiative, Unternehmenssteuerreform usw.), welche die Attraktivität der Schweiz für in- und ausländische Firmen beeinträchtigt haben.

Die Aufwertung des Frankens hat jedoch nicht nur negative Impulse. Erstens hat die SNB neben der Aufhebung des Mindestkurses die Negativzinsen weiter verschärft. Das tiefere Zinsniveau dürfte einen Gegenimpuls für die Investitionstätigkeit bringen. Zumindest für die Bauwirtschaft und den Immobilienmarkt dürften die positiven Effekte jedoch wie erwähnt sehr begrenzt ausfallen, da hier mit weiteren Gegenmassnahmen der SNB zu rechnen ist. Und auch die Unternehmensinvestitionen dürften angesichts der bereits vorher sehr tiefen Kosten für die Finanzierung stärker von den Unsicherheiten und den Gewinnaussichten getrieben werden.

Ein weiterer positiver Aspekt sind die sinkenden Kosten für ausländische Vorleistungen seitens der Schweizer Unternehmen und für die in Franken gerechnet nochmals tieferen Rohstoffpreise. Dies senkt die Produktionskosten der Industrie und kann somit zumindest einen Teil der zusätzlichen Belastung auffangen. Der gleiche Effekt spielt bei den Konsumenten, womit sich die Kaufkraft der privaten Haushalte erhöht. Dies regt durch den damit verbundenen Einkommenseffekt (real) den privaten Konsum an, was allerdings mindestens zum Teil durch vermehrte Importe ins Ausland abfließt.

Durch die sinkenden Importpreise dürfte zudem das bereits sehr niedrige Preisniveau weiter zurückgehen. Für sich genommen stellt dies jedoch einen Einmaleffekt dar, welcher nicht mit einer gefährlichen Deflationsspirale gleichzusetzen ist. Dies könnte sich jedoch ändern, falls es durch die Franken-Aufwertung zu einer empfindlichen Konjunkturabschwächung kommt und damit auch der Arbeitsmarkt und die Preisermwartungen der Konsumenten in den negativen Bereich abrutschen.

Damit hat mit der Entscheidung der SNB auch die Deflationsgefahr in der Schweiz zugenommen, wenngleich wir nach heutigem Wissenstand nicht davon ausgehen, dass es in der Schweiz zu einer ausgeprägten Deflationsspirale kommt.