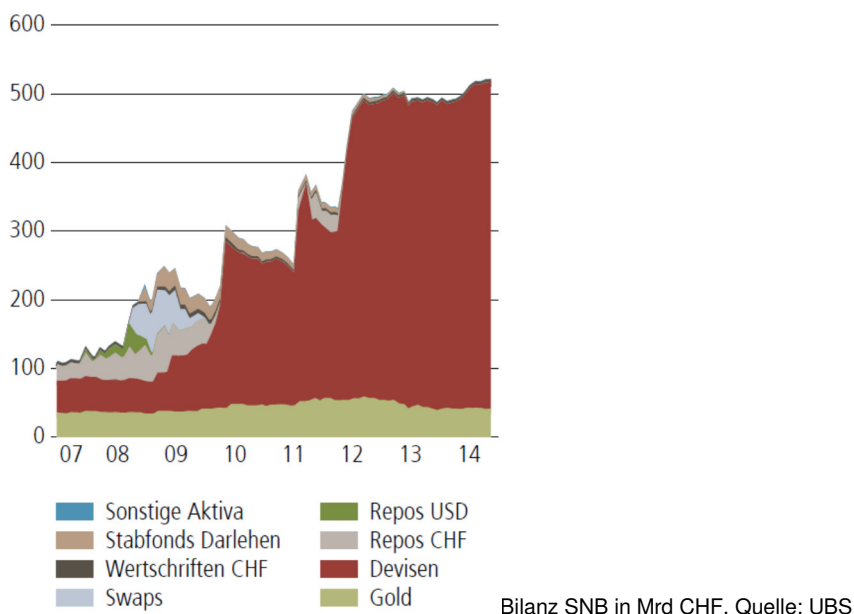


## Zwischen Pest und Cholera

Die Schweizerische Notenbank hat nach rund dreieinhalb Jahren völlig überraschend den Mindestkurs des Frankens zum Euro von 1,20 aufgegeben und löste damit einen Tsunami an den Devisenmärkten aus. Wirtschaftsjournalist Ronald Felsner klärt über Hintergründe und Auswirkungen für österreichische Frankenkreditnehmer auf.

Diese Entscheidung ist Thomas Jordan definitiv nicht leicht gefallen. Letztendlich musste der Präsident der Schweizerischen Notenbank zwischen Pest und Cholera wählen. Zur Stützung der eidgenössischen Exportwirtschaft haben die Notenbanker seit September 2011 mit umfangreichen Interventionen am Devisenmarkt eine Aufwertung des Frankens zum Euro auf Niveaus über 1,20 erfolgreich verhindert. Doch diese Stützungskäufe hatten ihren Preis. Seit 2007 hat sich die Bilanzsumme der Schweizerischen Notenbank auf das über 5fache aufgebläht, getrieben von Devisenreserven in Höhe von inzwischen rund 500 Milliarden (!) Euro.

### Aktiven



Diese Devisenreserven wurden für die eidgenössischen Währungshüter zu einem immer größeren und nicht mehr kalkulierbarem Risiko, wenngleich auch nicht unerhebliche Erträge in den letzten Jahren erzielt werden konnten. Nicht ganz zu Unrecht wurde die Schweizerische Notenbank daher auch als „größter Hedgefonds der Welt“ bezeichnet. Die jüngste Euro-Schwäche – ausgelöst durch die im Vergleich zu den USA bescheidenen Konjunkturperspektiven, den Diskussionen rund um einen weiteren Schuldenschnitt für Griechenland und eine europäische Zentralbank mit einer ultraexpansiven Geldpolitik – hätte die Schweizer zu weiteren massiven Deviseninterventionen gezwungen.

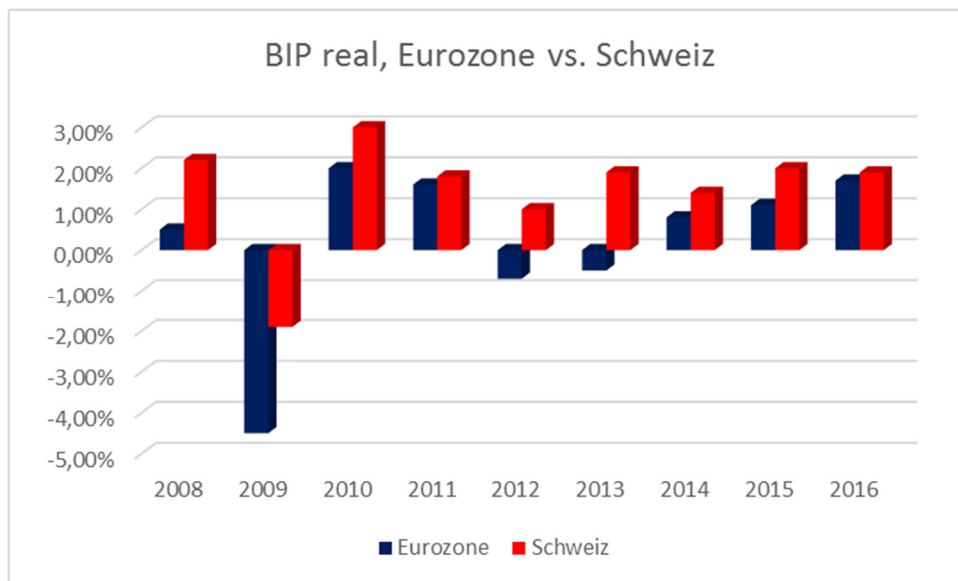
### Ende mit Schrecken

Nicht österreichische Frankenkreditnehmer sondern die Notenbank selbst muss den mit Abstand größten Verlust aus der Aufgabe des Mindestkurses einstecken. Rund 47 Prozent der zuletzt 500 Milliarden Franken starken Devisenreserven der Notenbank entfielen auf Euro. Durch den 18prozentigen Kursanstieg vom 15. Jänner 2015 wurden diese schlagartig für die Notenbank um 32 Milliarden Euro (!) weniger wert. Zum Vergleich dazu: In Österreich waren im November 2014 insgesamt 29,5 Milliarden Euro Gegenwert im Franken finanziert.

### Fit für Stärke

Entgegen aller Befürchtungen konnte die Schweizer Wirtschaft den massiven Kursanstieg des Frankens zum Euro in der jüngsten Vergangenheit verhältnismäßig gut wegstecken. Obwohl die eidgenössische Valuta zum Euro von 2010 (EUR/CHF 1,50) bis zur Festlegung des Mindestkurses im Jahr 2011 von EUR/CHF 1,20 um 25 Prozent aufwertete, blieb der westliche Nachbar auf einem soliden Wachstumspfad. Generell hatte die Schweiz in den letzten 7 Jahren gegenüber der Eurozone punkto BIP-Steigerung die Nase klar vorne. Wenngleich die neuerliche Frankenaufwertung der Schweizer

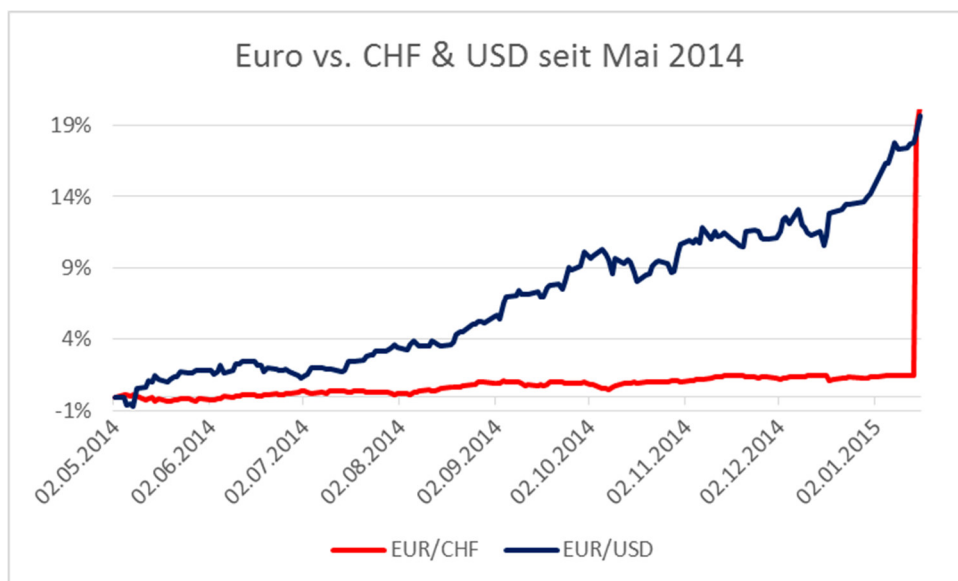
Wirtschaft ersten Schätzungen zufolge 0,2 bis 0,5 Prozent an Wachstum kosten wird sind auch die Prognosen für die kommenden Perioden verhältnismäßig günstig. Die Schweiz hat durch eine eindrucksvolle Steigerung der Produktivität bewiesen, dass diese Volkswirtschaft auch unter widrigsten Außeneinflüssen bestehen kann.



BIP Real, Quelle: ÖNB, Eurostat; 2014, 2015 und 2016: Prognosen Europäische Kommission.

### Zeitpunkt günstig

Keineswegs kann der Schweiz eine sehr hohe wirtschaftliche Verflechtung mit der Eurozone in Abrede gestellt werden. Dementsprechend ist eine derart plötzliche Währungsverschiebung zwischen diesen beiden Wirtschaftsräumen eine grundsätzlich katastrophale Nachricht für den eidgenössischen Außenhandel. Allerdings befinden sich unter den Top-7 der größten Schweizer Exportmärkte mit den USA, Großbritannien, China und Hong Kong immerhin auch gleich vier Staaten außerhalb der Eurozone. Der Wert der Ausfuhren in diese Länder betrug 2013 satte 52,7 Milliarden Franken. Ein Blick auf die Wechselkursentwicklung von EUR/USD bzw. EUR/CHF zeigt, dass sich seit Mai 2014 beide Währungspaare mit jeweils rund 20 Prozent zur Gemeinschaftsvaluta nach oben bewegt haben. Oder anders formuliert: Durch die gestrige Aufwertung hat der Franken die Wechselkursverluste zum Dollar der letzten acht Monate wieder exakt aufgeholt. Zumindest gegen den Dollarblock, britischem Pfund und auch einigen anderen Devisen, die gegenüber dem Euro gestiegen sind, haben sich die Schweizer Exportchancen also nicht drastisch verschlechtert.



Datenquelle: ÖNB

### **Kein neuer Mindestkurs**

Durch den plötzlichen, völlig unerwarteten Richtungswechsel in der Geldpolitik der Schweizerischen Notenbank wurde die Vertrauensbasis zu den Kapitalmarktakteuren massiv angekratzt. Nur dem entschlossenen bzw. bedingungslosen Auftreten der Notenbank war es überhaupt zu verdanken, dass das Wechselkursziel solange verteidigt werden konnte. Die nun getroffene Entscheidung ist ohnehin nicht mehr reversibel, aber selbst wenn die Notenbanker ein neues Wechselkursziel ausrufen würden: Die Spekulanten am Devisenmarkt würden sich diesmal nicht so leicht in die Schranken weisen lassen und mit hoher Sicherheit darauf setzen, dass die Notenbank wieder nicht bis zum bitteren Ende ihr Ziel verfolgen wird. Sollte der Franken nachhaltig und deutlich unter die Parität fallen könnten allerdings - evtl. sogar mit anderen Notenbanken koordinierte - Deviseninterventionen erfolgen.

### **Boden unter den Füßen weggezogen**

Für österreichische Frankenkreditnehmer ist die neue Situation schlichtweg fatal. Die Schweizerische Notenbank hat ihnen den Boden unter den Füßen weggezogen. Die Eidgenossen haben sich mit der Aufgabe des Mindestkurses letztendlich auch entschieden, sich von der Eurozone bzw. vor allem den Problemen der Union abzukoppeln und ihr wirtschaftliches Schicksal wieder mehr mit einer eigenständigen Notenbankpolitik zu bestimmen. Je mehr sich der Euro allgemein weiter abgeschwächt bzw. die Eurozone mit ihren Herausforderungen kämpft, desto mehr wird die Schweiz Verflechtungen mit anderen Wirtschaftsräumen forcieren. Für den Wechselkurs des Frankens zum Euro würde das eine weitere Entkoppelung bedeuten, was natürlich das Risiko für Frankenkreditnehmer deutlich erhöht. Prognosen für die weitere Frankenentwicklung sind am Tag nach der Aufhebung des Wechselkursziels kaum seriös möglich. Außer dass die Schwankungsbreite wohl extrem hoch bleiben wird und Spekulanten wahrscheinlich neue Grenzen ausloten werden. Was wie ein Damoklesschwert über einem potenziell schwächeren Franken schwebt sind die hohen Devisenreserven der schweizerischen Notenbank im Euro. Über kurz oder lang werden die eidgenössischen Währungshüter versuchen die aufgeblähte Bilanz abzubauen und sich von einem Großteil der rund 200 Milliarden Euro zu trennen. Die zur Schwächung des Frankens ursprünglich angekauften Eurodevisen werden beim Abbau bzw. beim umgekehrten Prozedere naturgemäß die gegenteilige Wirkung (nämlich Stärkung des Frankens) erzielen.

### **Fazit**

Viele Frankenkreditnehmer haben sich an den Strohhalm geklammert, dass die Schweizer Wirtschaft keinen weiteren Anstieg der Heimwährung verkraften würde und die entsprechende Rückdeckung hierfür von der Notenbank kommt. Diese Hoffnung musste am 15. Jänner begraben werden. Zweifelsfrei ist der Franken hinsichtlich diverser Berechnungen der Kaufkraftparitäten zum Euro mit Kursniveaus um der Parität überbewertet. Generell ist der Franken durch die Geldpolitik und die Wirtschaftsentwicklung der Schweiz aber eine klassische Aufwertungswährung. Das heißt dass grundsätzlich eine stetige Aufwärtsbewegung des Frankens volkswirtschaftlich betrachtet ein völlig normales Szenario darstellt. Die Frage für Frankenkreditnehmer lautet somit mittelfristig: Wird sich der Franken Richtung aktuell fairem Wert bzw. Kaufkraftparität zum Euro wieder (etwas) abschwächen oder wird sich durch diverse wirtschaftliche Entwicklungen der faire Wert des Frankens in Richtung aktuelles Kursniveau entwickeln? Aus heutiger Sicht dürften jedenfalls die Einstiegsniveaus in Frankenfinanzierungen nicht einmal ansatzweise wieder erreicht werden. Und die Risiken haben extrem zugenommen.

Ronald Felsner, freier Wirtschaftsjournalist, 16. Jänner 2015