

Euro-Tsunami setzt Franken und Zinsen unter Druck

Seit die Schweizerische Nationalbank (SNB) Mitte Januar die EURCHF-Kursuntergrenze aufgehoben hat, geht es an den Zins- und Währungsmärkten drunter und drüber. Das Tiefzinsumfeld schafft einen Anlagenotstand, der bei Anlegerinnen und Anlegern ein gewisses Umdenken erfordert.

Der dramatische Schritt der SNB kam nicht von ungefähr. Nur eine Woche nach dem überraschenden Schritt der SNB verkündete der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi den Beginn eines Anleihenkaufprogramms, in dessen Rahmen die EZB seit März monatlich für rund EUR 60 Mrd. Anleihen aufkauft. Die SNB hätte wohl einen wesentlichen Teil dieses Euro-Tsunamis selber schultern, sprich gegen neu gedruckte Franken auf die eigene Bilanz nehmen müssen, hätte sie versucht, die EURCHF-Untergrenze weiter zu verteidigen.

Die Ereignisse seither sind hinlänglich – und für Anleger schmerzlich – bekannt: Mit der Aufhebung der Untergrenze musste die SNB die bereits negativen Zinsen noch weiter in den negativen Bereich drücken, um den CHF als Anlagewährung möglichst unattraktiv zu machen. Seither bezahlen nicht nur Banken für ihre Bargeldhaltung bei der SNB ab bestimmten Freibeträgen einen Strafzins von 0,75%. Die gesamte Marktzinskurve für Eidgenossenleihen liegt seither bis zu Laufzeiten von rund 13 Jahren im negativen Bereich. Ein Albtraum für Anleihenleger.

Auf und Ab im EURCHF

Unmittelbar nach der Aufhebung der Untergrenze fiel der Franken zum Euro weit unter die Parität, pendelte sich dann in den Tagen danach – wohl auch mit Unterstützung der SNB mittels Interventionen – leicht über der Parität ein. Danach wertete sich der Franken mit der Umsetzung der Negativzinsen gar wieder leicht ab und erreichte Ende Februar zum Euro Niveaus um 1.08. Es keimten insbesondere unter den Exporteuren Hoffnungen auf, der EURCHF-Kurs würde sich irgendwo Richtung 1.10 bewegen und sich im Idealfall auf diesem Niveau stabilisieren. Dann hätte die Schweizer Wirtschaft wohl mit einem blauen Auge davon kommen können.

Leider hat sich diese Hoffnung in den vergangenen Wochen zerschlagen. Zwar musste die SNB seit Anfang Februar nicht mehr an den Devisenmärkten intervenieren. Doch trotz Negativzinsen bewegte sich der EURCHF-Kurs seit Mitte März wieder nach unten. Zwei Faktoren trugen hauptsächlich dazu bei. Erstens begann die EZB mit dem Aufkauf von Staatsanleihen und drückte damit das Zinsniveau europaweit nochmals deutlich nach unten. Ende Januar lag die Zinsdifferenz zwischen zehnjährigen Eidgenossen- und deutschen Bundesanleihen bei 0,7%. Das Absenken der Leitzinsen im CHF durch die SNB machte Anlagen im CHF damit relativ zum EUR tatsächlich unattraktiver und die Rendite auf zehnjährigen Eidgenossenleihen liegt seither leicht im negativen Bereich.

Zweitens hat wohl auch die sich weiter zuspitzende Lage in Griechenland zur neuerlichen Aufwertung des Frankens beigetragen. So tendierte EURCHF Mitte April gegen 1.02. Eine zumindest vorübergehende Entlastung brachte die Ankündigung der SNB vom 22. April, dass sie den Kreis der von den Negativzinsen auf ihren Girokonten verschonten Institutionen weiter einschränken würde und im Prinzip nur noch der Bund sowie die Sozialwerke wie die AHV/IV von den Negativzinsen befreit sein würden. An den Devisenmärkten wurde diese Ankündigung als weiteres Signal gedeutet, dass die SNB bereit ist, die Negativzinsschraube anzuziehen. Allerdings denken wir, dass die SNB grossen Respekt davor hat, das Zielband für den CHF-Drei-Monats-Liborsatz weiter nach unten zu drücken. Denn wenn die Zinsen tiefer ins Negative fallen und die Banken dazu übergehen müssen, die Negativzinsen einem noch breiteren Kreis von Depositenkunden

zu verrechnen, droht wohl eine zunehmende Hortung von Spargeldern in Form von physischem Papiergeld. Dies wäre eine für die SNB sehr unerwünschte Entwicklung, denn damit würde sie die Kontrolle über Geldmenge und Zinsen zunehmend verlieren.

Erneute Interventionen nicht auszuschliessen

Wir sind der Auffassung, dass die SNB – sollte der EURCHF-Kurs erneut Richtung Parität laufen – wohl mit erster Priorität erneut zu Interventionen am Devisenmarkt schreiten wird. Dies jedoch nicht mit vorheriger Ankündigung einer festen Kursuntergrenze, sondern vielmehr in einer opportunistischen Art und Weise. Sie würde wohl auf unterschiedlichen Niveaus versuchen, dem Druck nach unten immer wieder mit kleinen Nadelstichen in Form von kurzen, kräftigen Interventionen zu begegnen. Erst wenn diese Taktik nicht mehr fruchten sollte, etwa wenn im Gefolge eines turbulenten, unverhofften Aussteigs Griechenlands aus der Eurozone massiver Druck in den Franken aufkäme, würde die SNB wohl zu drastischeren Massnahmen greifen müssen. Ein weiteres Absenken der Negativzinsen müsste dann wohl von Massnahmen gegen eine steigende Bargeldhaltung kombiniert werden. Denkbar wären tägliche Limiten für das Abheben von Bargeld bei einer Bank oder gar eine Gebühr für den Bargeldbezug. Es bleibt zu hoffen, dass es nicht soweit kommt, denn solche Eingriffe wären schwerwiegend und könnten zu einer anhaltenden Verunsicherung über die Stabilität des Geld- und Bankensystems führen.

Negativzinsausstieg im Idealfall Mitte 2016

Idealerweise kann die Nationalbank auf derart drastische Massnahmen verzichten. Dies wird umso eher der Fall sein, je schneller und kräftiger sich die Konjunktur in Europa erholt und je früher die Schuldenkrise in Griechenland einer stabilen Lösung zugeführt werden kann. Dann dürfte es der EZB auch eher möglich sein, ab Mitte nächsten Jahres ein Ende des bis im September 2016 geplanten Anleihenkaufprogramms in Aussicht zu stellen. Eine solche Entwicklung wäre wohl von einer Erstarkung des Euro begleitet. Dies könnte es der SNB erlauben, sich schrittweise von der ungemütlichen Negativzinspolitik zu verabschieden. Wir gehen davon aus, dass die SNB bestrebt ist, per Mitte nächsten Jahres einen ersten Schritt Richtung Ausstieg vollziehen zu können und dazu das Zielband für den Libor-Zinssatz um einen halben Prozentpunkt anheben wird. Somit würde die Mitte dieses Zielbands, die momentan bei $-0,75\%$ liegt, auf $-0,25\%$ angehoben. Sollte sich die Lage in Europa jedoch in eine andere Richtung entwickeln, wäre wohl mit einem noch längeren Anhalten des gegenwärtigen Negativzinsumfeldes zu rechnen.

Kopferbrechen bei Anlegern und Banken

Dieses Umfeld bereitet derweil sämtlichen in Schweizer Franken tätigen Akteuren am Geld- und Kapitalmarkt erhebliches Kopferbrechen. Wie wir in einer Anfang März veröffentlichten Studie dargelegt haben¹, sind die Zinsmargen der Banken im klassischen Kredit- und Einlagengeschäft stark unter Druck geraten. Ausserdem könnten sich bei einem über längere Zeit anhaltenden Tiefzinsumfeld erhebliche Zinsänderungsrisiken in den Bilanzen der Banken in der Schweiz ansammeln. Bei einem späteren, unverhofft starken Zinsanstieg könnte es so zu einer Banken- und Immobilienmarktkrise kommen, wie die Schweiz sie zuletzt zu Beginn der neunziger Jahre durchlaufen hat.

Aber auch Anleger, seien es institutionelle oder private, stellt das momentane Negativzinsumfeld vor schier unlösbare Aufgaben, wenn sie mit festverzinslichen Anlagen eine positive Rendite erzielen wollen. Auf der Suche nach Rendite gibt es im wesentlichen drei Auswege und ein Gebot, nämlich jenes der möglichst guten und breiten Diversifikation sowie einer möglichst disziplinierten Umsetzung einer festgelegten Anlagestrategie. Die drei Auswege sind – und hier gilt es mit grosser Vorsicht zu Werk zu gehen – mit dem Eingehen höherer Risiken verbunden: Der erste Weg zu höheren Renditen geht über die Beimischung von mehr Kreditrisiken, etwa in Form von Unternehmensanleihen auch mit tieferen Bonitätsratings. Der zweite Weg ist ein Umschichten aus Anleihen in Aktien, mit Vorteil in Titel mit hohen und nachhaltigen Dividendenzahlungen. Und eine dritte Möglichkeit ist, zu versuchen, mit einer Beimischung in ein Anlageportfolio höhere Renditen in illiquideren Anlageklassen zu generieren, etwa Hedge Funds, Private Equity oder Immobilien.

¹Siehe: tinyurl.com/papntfn