

ALLE REDEN ÜBER ZINSEN, NUR DIE SNB NICHT

Aktualisierte Reflexion Albin Kistler AG

März 2022

In unserer 2019 erschienenen Reflexion haben wir den unermüdlichen Kampf der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gegen die Aufwertung des Schweizer Frankens beschrieben. Die jetzige Wirtschaftserholung mit etwas höherer Inflation liesse eine Reduktion der Negativzinsen zu, um nicht permanent im Krisenmodus agieren zu müssen. Aus Furcht vor einem erstarkenden Franken wird die SNB wohl aber kaum proaktiv vorangehen, sondern zaghaft die ersten Schritte der Europäischen Zentralbank (EZB) abwarten.

Alle reden über Zinsen, nur die SNB nicht

März 2022, Benjamin Schoch

Kurzfassung

Im Oktober 2019 gingen wir ausführlich auf die Handlungsoptionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ein und resümierten wie folgt¹: Es ist weder mit einer baldigen Schwächung des Schweizer Frankens noch mit einem Abbau der SNB-Bilanzpositionen zu rechnen.

Was ist seit 2019 passiert? Der Franken ist um 7% zum Euro erstarkt und die Bilanz der SNB wuchs um weitere 210 Mrd. auf mittlerweile 1'050 Mrd. oder fast dem anderthalbfachen des Schweizer Bruttoinlandsprodukts (BIP).

Was hat sich seit 2019 verändert? Im Zuge der laufenden globalen Wirtschaftserholung, den global restriktiveren Notenbanken und den gestiegenen Inflationserwartungen, eröffnet sich für die SNB ein Opportunitätsfenster, um sich vom Negativzinsregime zu verabschieden.

Leicht höhere Zinsen und ein unerheblich stärkerer Franken geben der SNB wieder Handlungsspielraum für zukünftige Krisen. Die Wirtschaft und die Finanzmärkte können mit einem Zinsniveau ähnlich zu den Jahren 2011 bis 2014 umgehen. Spätestens in einer Schulden- oder Wirtschaftskrise nähme der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zu, und die SNB sollte sich über den vergrößerten Handlungsspielraum freuen.

SNB Tätigkeit seit 2019

Der aufgrund der globalen Corona-Pandemie und den damit verbundenen staatlichen Massnahmen resultierende temporäre Wirtschaftsschock², erforderte weitere massive Deviseninterventionen seitens der SNB. Insbesondere von Mai 2020 bis Februar 2021 band die SNB den EURCHF Wechselkurs temporär de facto an den Euro an.

¹ Vgl. «Die SNB und Ihr Kampf gegen die Windmühlen» erschienen im Oktober 2019: https://www.albinkistler.ch/fileadmin/editors/PDF-de-Dokumente/kampf_gegen_windmuehlen_-_schweizer_franken_de.pdf

In Kürze

- CHF-Stärke ist kein temporäres Phänomen
 - Für SNB öffnet sich ein Opportunitätsfenster
 - Nächste Krise = Erneute Deviseninterventionen
-

Erst ab März 2021 tolerierte die SNB wieder eine schrittweise Aufwertung des Schweizer Frankens zum Euro. Mittlerweile steht die Bilanz der SNB bei rund 1'065 Mrd. oder fast 300% höher als vor zehn Jahren. Zum Vergleich: Das Bruttoinlandsprodukt der Schweiz wuchs in diesen 10 Jahren um 12%.

Strukturelle Faktoren

Die strukturellen Faktoren, welche für eine langfristige Stärke des Franken sprechen, haben sich seit 2019 kaum verändert: In der heutigen vernetzten Welt kann sich kein Land den internationalen Entwicklungen und Finanzströmen entziehen. Dank einer beharrlichen Fiskalpolitik, einer glaubwürdigen Geldpolitik und stabilen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen steht die Schweiz als Musterknabe in der europäischen Schuldenlandschaft da.

Der Kaufkraftherhalt in der Schweiz ist sehr beständig: Zusammen mit Japan weist die Schweiz regelmässig die tiefsten Kerninflationen weltweit aus. Der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass sich grosse Inflationsunterschiede zwischen zwei Währungsräumen bei flexiblen Wechselkursen entsprechend stark im Wechselkurs niederschlagen. Wir müssen davon ausgehen, dass der Franken sich aufgrund der höheren ausländischen Inflationsraten langfristig weiter aufwerten wird.

Opportunitätsfenster für die SNB

Aus dem pandemiebedingten, temporären Wirtschaftsschock ergab sich markantes aufgestautes Konsum- und Investitionspotenzial, und damit verbunden, sehr erfreuliches Wirtschaftswachstum für 2020 und 2021. Gleichzeitig führten die nachfragebedingten Lieferengpässe zu überraschend beharrlichem Inflationsdruck. Mit der Energiewende und dem Fachkräftemangel drängten zu-

² Vgl. «Vorübergehender Schock» erschienen im April 2020 https://www.albinkistler.ch/fileadmin/editors/PDF-de-Dokumente/anlagepolitik_albin_kistler_ag_april_2020_-_wirtschaftsschock.pdf

dem weitere preistreibende Faktoren in den Vordergrund. Im Kontext dieser überraschend hohen Inflationsraten sehen sich die Notenbanken gezwungen, die in der Pandemie deutlich expansivere Geldpolitik zu hinterfragen. Auch innerhalb der SNB stellt man sich mit Sicherheit die Frage, wie lange man am bestehenden Negativzinsregime festhalten will, und wie stark man sich noch gegen die Franken-Aufwertung wehren soll.

Insbesondere in Zeiten der wirtschaftlichen Erholung reduziert sich erfahrungsgemäss der strukturelle Druck auf den Schweizer Franken vorübergehend ein bisschen. Des Weiteren hat sich die in den letzten 10 Jahren von der SNB vielbeachtete Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und dem Euroraum ab 2020 verkleinert: Aktuell beläuft sich die Zinsdifferenz zwischen den 10-jährigen Anleihen der Eidgenossenschaft und den Anleihen der Euroländer nur noch auf 0.5%. Von 2014 bis 2019 schwankte diese Differenz noch zwischen 1% und 1.5%.³ Bei den 2-jährigen Anleihen berechnet sich aktuell sogar keine Zinsdifferenz mehr.

Die knappheitsgetriebenen Inflationsraten erreichen 2022 einen globalen Höchststand und werden etwas zurückfallen, sich aber auf höherem Niveau als vor der Pandemie einpendeln. Die Energiewende und der Fachkräftemangel wirken wie bereits erwähnt stärker preistreibend als vor der Pandemie. Die aktuell hohe Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und dem Euroraum wird sich allerdings etwas reduzieren.

Möchte die SNB ihre Unabhängigkeit zurückgewinnen und sich von der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank lösen, dann wären eigentlich die Bedingungen erfüllt, das vorherrschende Negativzinsregime schrittweise zu reduzieren: Wir erinnern uns freilich ungern an die überfallartige Kommunikation bei der Aufhebung des Mindestkurses am 15. Januar 2015. Dennoch haben sowohl die Wirtschaft als auch die Finanzmärkte die damalige Entscheidung hervorragend gemeistert. Dementsprechend sollte auch die schrittweise Reduktion der Negativzinsen keine langfristigen Auswirkungen haben: Schliesslich sind 0.25% oder 0.50% hö-

here Zinsen nicht vergleichbar mit den zu spät erfolgten und umso stärkeren Zinserhöhungen zu Beginn der neunziger Jahre!

Die Anlegerperspektive

Welche Folgen brächte das Ende des Negativzinsregimes für den Schweizer Anleger? Weniger als erwartet: Die Zinsen in der Schweiz sind bereits angestiegen und der Markt antizipiert in mancher Hinsicht die Reduktion des Negativzinsregimes. Die Preise der zinssensitiven Wertschriften haben gleichermassen seit Jahresbeginn korrigiert.

Das neue Zinsniveau von 0% anstelle von -0.75% für kurzfristige Zinsen und 0.75% anstelle von 0.25% für 10-jährige Anleihen wird kaum für anhaltende Schwankungen an den Finanzmärkten sorgen. Die relative Attraktivität der Aktien und Immobilien gegenüber den Anleihen bleibt ebenfalls bestehen, weswegen wir weiterhin vom Potenzial der Aktien sorgfältig selektierter Qualitätsunternehmen überzeugt sind.

Falls die SNB sich vor der Europäischen Zentralbank (EZB) von den Negativzinsen verabschiedet, ergibt sich ähnlich zur Situation bei der Aufhebung des Mindestkurses Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken. Selbst wenn dieses Szenario für unsere mehrheitlich in Schweizer Franken exponierten Anleger verkraftbar wäre, rechnen wir doch eher mit einem zaghaften Abwarten der SNB.

Mit Blick auf die Unsicherheit bezüglich der erwarteten globalen Zinserhöhungen ist es umso zentraler, sich auf qualitativ hochstehende Firmen und Schuldner zu fokussieren, und den Schweizer Franken Anteil weiterhin hoch zu halten.

Benjamin Schoch

Leiter Asset Management

Die periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung: www.albinkistler.ch/studien

³ Datenbasis: Kassazinssätze über 10 Jahre gemäss Datenportal der Schweizerischen Nationalbank <https://data.snb.ch>