

## Die W&P-Perspektive: SNB-Negativzins – wie lange noch?

2015 führte die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Negativzins ein. Die tieferen Schweizer Zinsen sollten zu vermehrten Investitionen in Fremdwährungen führen und so den Franken schwächen. Die Fachliteratur war schon immer skeptisch, was den Einfluss der Zinsdifferenz auf den Wechselkurs anbelangt.

Daten aus der Schweiz bestätigen diese Skepsis. // Adriel Jost und Klaus W. Wellershoff

Seit Januar 2015 erhebt die SNB auf den Girokonten der Schweizer Banken einen Negativzins. Das erklärte Ziel dieser Massnahme ist es, die Attraktivität von Frankenanlagen zu mindern und die schweizerische Valuta so zu schwächen. Die zugrundeliegende Überlegung ist simpel. Je grösser die Zinsdifferenz zum Ausland, desto attraktiver sollten für Investoren Anlagen in Fremdwährungen wie dem Euro sein. Nehmen Investoren die höheren Renditechancen wahr und schieben ihre Portfolios weg von Franken- und hin zu Fremdwährungspositionen, fällt die Nachfrage nach Franken.

### Was sagt die Fachliteratur?

Die klassische, theoretische Literatur zum Zusammenhang zwischen Zinsdifferenz und Wechselkurs ist indes komplexer. Sie sagt aus, dass ein Währungsraum

mit tiefer und stabiler Inflation tiefere Zinsen aufweist, die Währung in der Tendenz aber trotzdem aufwerten sollte. Investoren werden so für die tieferen Zinsen mit Währungsgewinnen entschädigt («ungedeckte Zinsparität»). Eine Ausweitung der Zinsdifferenz hat zwar eine Abwertung der Währung, die sinkende Zinsen aufweist, zur Folge. Dies aber nur, um dann die gewachsene Zinsdifferenz durch eine Aufwertung wieder wettzumachen («Overshooting-Modell» von Rudi Dornbusch).

Die empirische Literatur liefert wiederum keine eindeutige Evidenz zum Thema. Mit Wetten auf Währungsbewegungen lässt sich viel Geld verdienen. Dementsprechend intensiv wurde weltweit schon zur Frage geforscht, wie sich Wechselkursbewegungen erklären lassen. Die Ergebnisse sind ernüchternd. In der kurzen Frist gilt der sogenannte «Random Walk»

Abb. 1: Euro-Exposure der Schweizer Pensionskassen

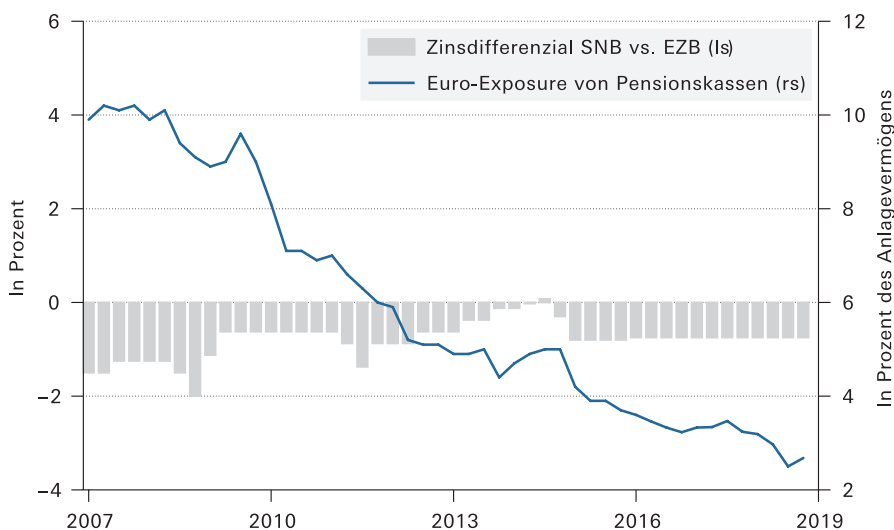


Abbildung 1 zeigt den durchschnittlichen Anteil des Anlageportfolios, den Schweizer Pensionskassen ohne Absicherung in Euro-denominierten Anlagen halten (Euro-Exposure), und das Zinsdifferenzial zwischen der Schweiz und der Eurozone. Seit Einführung des Negativzins Ende 2014 ist die Euro-Exposure mit kleinen Unterbrüchen gesunken.

Quelle: Credit Suisse, Thomson Reuters Datastream, Wellershoff & Partners

(die Zufallsbewegung) als beste Prognose.<sup>1</sup> Als Lichtblick gilt ein auf der Kaufkraftparität basierendes Gleichgewicht. In der langen Frist bewegt sich der nominale Wechselkurs in der Nähe dieses Gleichgewichts, das sich aufgrund der Inflationsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen selber aber auch bewegt. Die Zinsdifferenz scheint weder in der kurzen noch in der langen Frist für die Erklärung von Wechselkursbewegungen nützlich.

### Evidenz in der Schweiz

Die vor vier Jahren erfolgte Einführung des Negativzins in der Schweiz bietet die Möglichkeit zu überprüfen, ob Anleger vermehrt im Ausland investierten und somit ein Einfluss auf den Wechselkurs zumindest theoretisch vorhanden sein könnte. Verfügbar sind dazu einerseits Daten zum Anlageverhalten der Pensionskassen. Abbildung 1 zeigt den durchschnittlichen Anteil des Anlageportfolios, den Schweizer Pensionskassen ohne Absicherung in Euro-denominierten Anlagen halten, sowie das Zinsdifferenzial zwischen der Schweiz und der Eurozone anhand der Differenz zwischen dem Leitzins der SNB und der europäischen Zen-

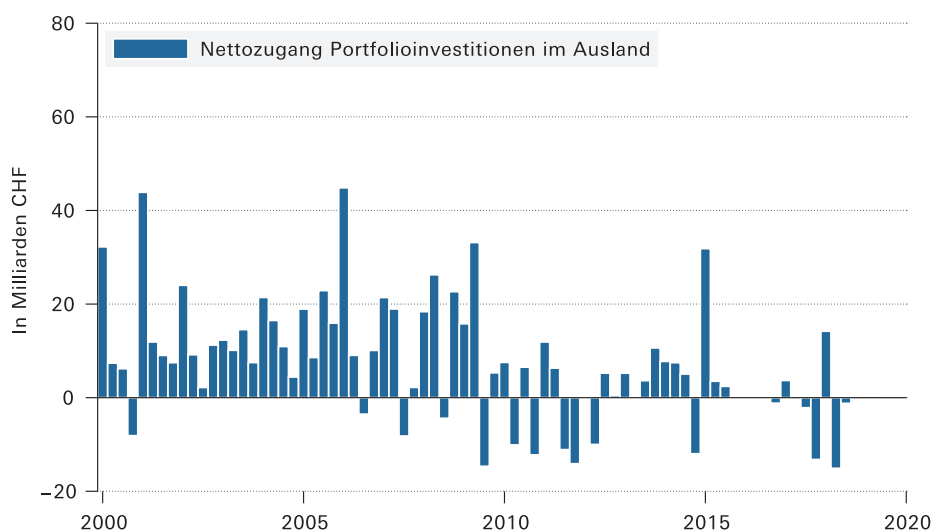
1 Obstfeld & Rogoff (2001) nennen diese Tatsache das «Exchange rate disconnect puzzle», weil sich die Wechselkurse scheinbar unabhängig von sonstigen wirtschaftlichen Daten bewegen.

tralbank (EZB). Stimmt die Hypothese der SNB zum Negativzins, müsste der prozentuale Anteil in Euro-denominierten Anlagen mit steigendem Zinsdifferenzial zunehmen.

Wie aus der Abbildung zu entnehmen ist, hat sich die von der SNB erhoffte Entwicklung nicht eingestellt. Im Gegenteil, seit Einführung des Negativzins im Januar 2015 investierten die Schweizer Pensionskassen immer weniger in Euro-Anlagen. Im Schlussquartal 2018 lag der Euro-Anteil mit rund 2.7 Prozent nur noch knapp über der Nullgrenze. Gleichzeitig hat sich der Anteil der Frankenanlagen seitwärts entwickelt. Schweizer Pensionskassen investieren nicht nur weniger im Euro, sie belassen auch die gesamte Fremdwährungsquote nach Absicherung in etwa gleich. Die Zinsdifferenz hat also auch zu keinem verstärkten, nicht- abgesicherten Engagement der Pensionskassen in Anlagen ausserhalb des Euros geführt. Das wiederum dürfte bedeuten, dass sich zumindest über die Pensionskassen die gewünschte Abschwächung des Frankens aufgrund des Negativzins nicht eingestellt hat.

Diese Ergebnisse entsprechen unserer anekdotischen Evidenz. Die Aufwertung des Frankens im Jahr 2015 hätte eigentlich für einen erhöhten Euro-Anteil im Portfolio gesprochen. Die damalige, an der Kaufkraftparität gemessen starke Überbewertung liess Währungsgewinne erwarten, die in der Folge auf Eu-

Abb. 2: Portfolioinvestitionen im Ausland



Portfolioinvestitionen umfassen grenzüberschreitende Käufe und Verkäufe von Dividendenpapieren und Schuldtiteln. Dargestellt werden die Investitionen von Investoren mit Sitz in der Schweiz in Wertschriften ausländischer Emittenten. Bis 2009 waren die Jahreswerte netto stets positiv. Seit 2010 ist dies nicht mehr der Fall. Auch die Einführung des Negativzins im Jahr 2015 hat nicht wieder zu vermehrten Auslandsinvestitionen geführt.

Quelle: SNB, Wellershoff & Partners

---

ro-Anlagen auch eingetreten sind. Schweizer Pensionskassen waren gegenüber dieser Idee aber sehr skeptisch. Die Sorge vor einer weiteren Aufwertung des Franken überwog in ihrer Einschätzung sowohl die fundamental begründbare Hoffnung auf Währungsgewinne als auch eine bescheidene Mehrrendite durch das Zinsdifferenzial. Ironischerweise hat wohl auch die SNB selbst zu diesem Verhalten der Pensionskassen beigetragen. Bereits seit Jahren warnt sie vor den politischen und wirtschaftlichen Risiken im Euroraum. Dies ist an der Einschätzung der Pensionskassen zum Aufwertungspotenzial des Frankens kaum spurlos vorbei gegangen.

Als zweite Datenquelle zum Anlegerverhalten lohnt sich ein Blick auf die grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen, die im Rahmen der Zahlungsbilanzstatistiken veröffentlicht werden. Auch diese Quelle bietet keine Evidenz für die Wirkung des Negativzinsens. Abbildung 2 zeigt, dass bis zur Finanzkrise im Jahr 2009 Schweizer Investoren mehr Wertpapiere im Ausland kauften, als dass sie solche verkauften. Seit 2010 ist dies im Durchschnitt deutlich weniger der Fall. Die Einführung des Negativzinses zu Beginn 2015 sorgte für keine Trendwende. Lediglich im ersten Quartal des Jahres 2015 flackerten die Auslandsinvestitionen der Schweizerinnen und Schweizer kurz auf. Dies widerspiegelt aber keine Verhaltensänderung der Anleger, sondern lediglich das in vielen Anlagereglementen von Fondsgesellschaften und anderen institutionellen Anlegern erzwungene Rebalancing zu den Strategiewerten nach der Aufwertung des Frankens im Januar 2015.

#### **Wie lange hält die SNB noch am Negativzins fest?**

Die gezeigten Zahlen liefern keine Evidenz für den erhofften Einfluss des Negativzinses. Es zeigt sich, dass andere Effekte, wie zum Beispiel veränderte Präferenzen aufgrund einer angepassten Risikoeinschätzung, grössere Auswirkungen auf das Anlageverhalten aufweisen. Basierend auf diesen Zahlen ist also kein Einfluss des Negativzinses auf den Wechselkurs zu erwarten, was auch den Befunden zu Zinsdifferenzialen aus anderen Währungspaaren entspricht. Ebenfalls erstaunt es daher nicht, dass die SNB zwar selber die Wirksamkeit der Negativzinsen betont, dafür aber bis heute keine empirische Evidenz präsentiert hat.

Natürlich lässt sich die Mutmassung, dass ohne Negativzins noch mehr Druck auf den Franken vorhan-

den gewesen wäre, nicht widerlegen. Kontrafaktische Geschichte ist nie falsifizierbar. Der Euro-Anteil der Investitionen der Pensionskassen hätte sich allerdings kaum stärker reduzieren können, als er es auch nach der Einführung der Negativzinsen getan hat, da er bereits nahe Null liegt.

Die Betonung der Zinsdifferenz durch die SNB muss vermutlich auch im Kontext ihrer gesamten Kommunikation betrachtet werden. Die SNB scheint die Kommunikation zu nützen, um ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen – das heisst insbesondere, den Franken zu schwächen – ohne dass sie am Devisenmarkt intervenieren muss. Man kann darum vermuten, dass sie die Bedeutung der Zinsdifferenz eher über- als unterbetont.

Diese einseitige Betonung der Wirksamkeit der Negativzinsen bringt aber auch Gefahren mit sich. Die schwedische Zentralbank erhöhte die Zinsen im Dezember, ohne den Wechselkurs damit sichtbar zu beeinflussen. Eine allfällige Änderung der Kommunikation der SNB würde aber vermutlich nur schon kurzfristig für Aufwärtsdruck auf den Franken sorgen, weil die SNB die Zinsdifferenz in ihrer aktuellen Kommunikation in den Fokus stellt. Damit besteht die Gefahr, dass die SNB länger mit einer Zinserhöhung zuwartet, als ihr selbst lieb ist, um einen solchen Aufwärtsdruck zu vermeiden. Dies wäre letztlich eine geldpolitische Konsequenz ihrer Kommunikationsstrategie. Die Geldpolitik würde dann der Kommunikation folgen und nicht umgekehrt.

Die Schweizer Wirtschaft könnte dabei angesichts von solidem Wachstum, Vollbeschäftigung und im Zielbereich befindlichen Inflationsraten eine gewisse Aufwertung sogar verkraften. Auch kann sich die SNB für die nächste Rezession nur zusätzlichen Spielraum schaffen, falls sie bald mit Zinserhöhungen beginnt. Gleichzeitig zeigen sich die Nebenwirkungen des Negativzinses für Sparer und Investoren immer deutlicher. Die bestehenden Risiken, die von den Ungleichgewichten am Immobilien- und Hypothekarmarkt stammen, betont auch die SNB weiterhin. Es würde darum nicht erstaunen, wenn sie bald zum Schluss kommt, dass die Kosten des Negativzinses mittlerweile höher liegen als sein Nutzen.

---

## Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

## Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich.

Autoren // Adriel Jost, [adriel.jost@wellershoff.ch](mailto:adriel.jost@wellershoff.ch)

Klaus W. Wellershoff, [klaus.wellershoff@wellershoff.ch](mailto:klaus.wellershoff@wellershoff.ch)

Konzeption und Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

*Die W&P-Perspektive* erscheint in deutscher oder englischer Sprache.

Redaktionsschluss: 18. Februar 2019