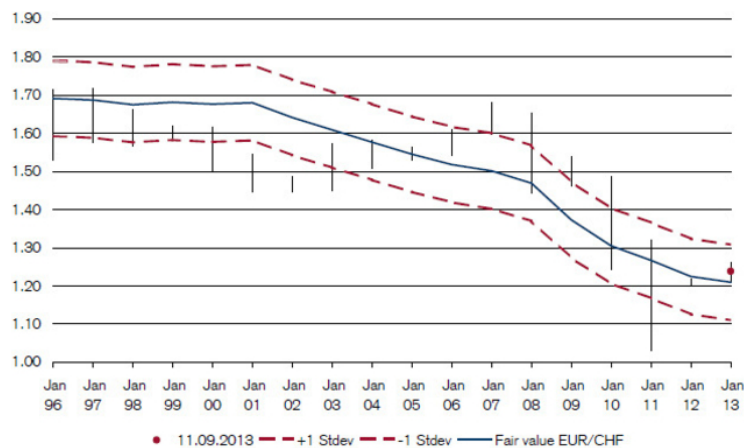


Ist der Franken bereits zu schwach?

Simon Schmid

21.10.2013

Eine neue Schätzung der Credit Suisse sieht den fairen Wert eines Euros bei 1.22 Franken – sehr nahe an der Untergrenze der SNB, und tiefer, als die Schweizer Währung aktuell notiert.



Sinkt stetig: Fairer Wert des Euro (blau) mit einer Standardabweichung nach oben und unten (rot). Die schwarzen Striche zeigen an, innerhalb welcher Bandbreite sich der Handelskurs innerhalb des betreffenden Jahres bewegte.

Bild: Credit Suisse



Im ständigen Vergleich: Die Franken- und Eurowährung.

(Bild: Keystone)

Alle kennen den Handelskurs, doch niemand kennt den fairen Wert einer Währung. Um eine Vorstellung von der künftigen Entwicklung eines Devisenkurses zu erlangen, müssen

Finanzmarktteilnehmer deshalb Schätzungen anstellen. Eine solche Schätzung hat die Credit Suisse am vergangenen Freitag veröffentlicht: Neu setzt die CS den fairen Wert des Euro bei 1.22 Franken ein – also knapp unterhalb des aktuellen Spotmarktkurses von 1.23 Franken.

Das Resultat lässt aufhorchen, denn der Konsens liegt in der Region von 1.30 bis 1.35 Franken. Auch die Credit Suisse hatte bis vor kurzem 1.31 Franken als fairen Wert für den Euro angegeben. Der neuen Einschätzung zufolge wäre der Franken demnach nicht mehr überbewertet, sondern würde an den Finanzmärkten etwa zum fairen Wert gehandelt. Ein starkes Argument für die 2011 durch die SNB beschlossene Untergrenze von 1.20 Franken zum Euro fiel somit weg.

Verbessertes Modell

Dass die CS ihre Schätzung korrigiert, hat mit zwei Begebenheiten zu tun. Erstens mit den starken Fundamentaldaten der Schweiz: So wuchs der Wohlstand hierzulande schneller als im Euroraum, und die Schweizer häuften verhältnismässig mehr Auslandsvermögen an als die Europäer und Amerikaner. Zudem verringerte sich der reale Zinsspread zwischen dem Ausland und der Schweiz: Das heisst, dass Anlagen in Franken im Verhältnis zur Inflation in der Schweiz attraktiver geworden sind.

Auf der anderen Seite hat die Bank ihr ökonometrisches Modell modifiziert. Die Neuerungen sind technischer Art: Statt der Gewinnflüsse aus ausländischem Anlagevermögen werden nun das Auslandsvermögen und die Auslandsschulden eines Landes als Bestandesgrössen zur Erklärung herangezogen. Dies verbessert die Qualität der Schätzung, wie CS-Ökonom Michael Markovich sagt.

So besitzen die erklärenden Variablen wie die Inflation, das Wirtschaftswachstum oder die Realzinsen eine grössere Aussagekraft. Insgesamt habe die volkswirtschaftliche Stärke zu einer Aufwertung des Fair-Value-Kurses von 1.31 auf 1.28 Franken geführt, schätzt die Credit Suisse. Das verbesserte Rechenmodell sei für die restliche Differenz zum neuen Schätzwert von 1.22 Franken verantwortlich.

Blick auf den Dollar

Speziell an diesem Modell ist unter anderem, dass es vollständig auf dem Dollar als Ausgangsgrösse basiert. Grund dafür sei die Sonderrolle der US-Währung im Devisenmarkt, sagt Ökonom Michael Markovich. «Der Dollar ist die wichtigste Handelswährung.» Deshalb hänge das Tauschverhältnis von Euro und Franken auch wesentlich davon ab, wie diese Währungen jeweils zum Dollar gehandelt würden.

So erklärt sich auch, dass die CS den Euro im Vergleich zum Franken für fair bewertet hält. Im Vergleich zum Dollar seien nämlich beide Währungen – sowohl der Franken als auch der Euro – ähnlich stark überbewertet. Realistischerweise müsste der Dollar statt zu 90 Rappen zu 1.00 Franken und statt zu 73 Eurocent zu 82 Eurocent gehandelt werden. «Warum der Dollar derzeit so schwach gehandelt wird, ist abgesehen von der Geldpolitik der US-Notenbank nicht unmittelbar ersichtlich», sagt Markovich dazu.

Kein Grund zur Politikänderung

Interessant ist der Rückblick, den die Forscher auf den Herbst 2011 werfen. So lag der faire Wert des Euro zum Zeitpunkt, als die SNB die Untergrenze einführte, gemäss neuer

Rechenmethode bloss bei 1.27 Franken. «Der Franken war in den letzten beiden Jahren nicht so stark überbewertet, wie viele das geglaubt haben», sagt Ökonom Markovich. Rückblickend halten die Ökonomen der CS die Massnahme trotzdem für richtig, weil damals Rezessions- und Deflationsgefahren geherrscht hätten.

Auch heute beeinflusse der neue faire Wert die Einschätzung der Credit Suisse zur Geldpolitik der Nationalbank nur geringfügig. «Die SNB hat keinen Druck, die Untergrenze aufzuheben», schreibt die Bank in ihrem Bericht. Zwar hält die Bank einen weiteren Aufwertungsstrend des Frankens für wahrscheinlich. Bis der faire Wert des Euro deutlich unter die Mindestgrenze sinke, dauere es aber noch einige Jahre, weil die Schätzung solcher Grössen mit grösseren Unsicherheiten verbunden sei.