

MEINUNG

Korrelation des Monats: Berichte über den Tod des Euro sind (noch) stark übertrieben

Der Euro wertet langfristig zum Franken ab. Das liegt nicht nur an der höheren Inflation in der Eurozone. Welche weiteren Faktoren den Wechselkurs ausmachen, zeigt dieser Beitrag.

Jürg Lutz

03.12.2024, 03.58 Uhr

«**Der Euro ist die Lira von heute**», las ich kürzlich in der NZZ. Das erinnerte mich an die gute alte Zeit, als ich jeweils im Sommer das Geld, das ich in einem eher eintönigen Ferienjob verdient habe, bei der örtlichen Bankniederlassung zu einem unanständigen Devisenkurs in Lira oder Franc gewechselt habe und mich mit einem untermotorisierten Untersatz ohne Klimaanlage Richtung Strada del Sole verabschiedete.

Schon während des endlosen Passierens von Zahlhäuschen verloren die so gewechselten Devisen unbarmherzig an Wert, und hätte ich auch nur einen kleinen Teil der Ersparnisse zurück in die Schweiz gerettet, wäre ich erstaunt gewesen über den nochmals tieferen Umwechslungskurs bei der besagten Churer Bankfiliale.

Aber der Euro?

Das bringt mich zum Thema dieser Korrelation des Monats: **Was bestimmt den Wert von Währungen?** Konkret: Worauf müssen Sie als in Franken denkender Investor bei Engagements in Fremdwährungen achten?

Dazu zwei interessante Vorbemerkungen:

Erstens: Haben Sie gewusst, dass es keine allgemein akzeptierte Theorie gibt, die die Veränderungen von Wechselkursen erklärt?

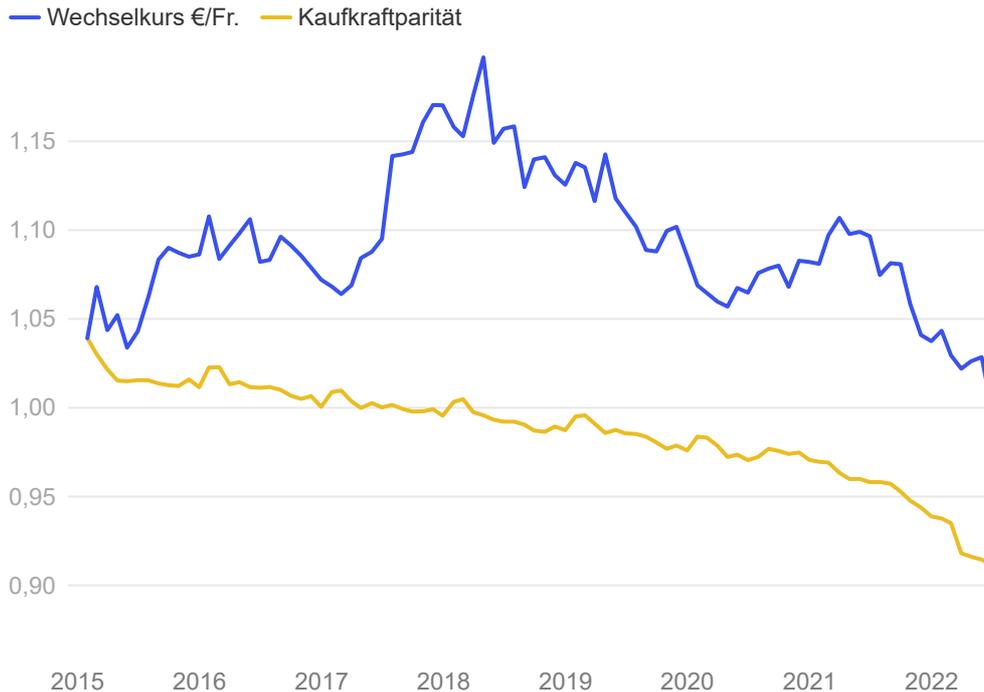
Zweitens: Haben Sie gewusst, wie **schwer** das Los von Schweizer Investoren im Fremdwährungsgeldmarkt ist?

Dazu ein **Rechenbeispiel:** Der **Euro** kostete bei seiner Einführung am 1. Januar 1999 1.597 Fr. Hätten Sie damals in den Euro investiert und damit einjährige risikofreie Zinspapiere gekauft, die Sie bei Verfall in neue einjährige Papiere gerollt haben, **hätten Sie in Franken inklusive des Zinseszinses bis heute 16% verloren!**

Den grössten Kursverlust hätten Sie in den letzten zehn Jahren erlitten, die SNB-Spielerei mit dem Mindestkurs und die Minuszinsen im Euroraum haben definitiv nicht geholfen. In Dollar hätten Sie mit der gleichen Strategie lediglich 2% verloren. In beiden Fällen notabene ohne Geld-Brief-Spanne, Depotgebühren, Steuern, Courtagen etc. So gesehen erinnert der Euro schon ein wenig an die Lira.

Wie die Korrelation des Monats zeigt, bewegen sich der Wechselkurs und die relative Kaufkraft («Purchasing Power Parity» oder Kaufkraftparität) des Euro zum Franken in die gleiche Richtung, nämlich abwärts:

Wechselkurs folgt der relativen Kaufkraftparität



Grafik: themarket.ch • Quelle: PK Assets • [Daten herunterladen](#)

In den letzten zehn Jahren belief sich die rollende Zweijahreskorrelation auf **0,83**. Das bedeutet, dass die Inflation **wichtig** ist für den Wechselkurs. So gesehen riecht der Euro nach Lira.

Ebenso interessant: Der Wechselkurs ist nicht so stark abgesackt, wie es die relative Kaufkraft impliziert. Eigentlich hat der Euro real gegen den Franken sogar aufgewertet. Das tönt nicht nach Lira!

Was aber auch stimmt: Der Chart beginnt kurz nach der Aufgabe der SNB-Untergrenze, deshalb war der zwischen 2015 und 2018 aufgetretene Rebound absehbar. Die reale Aufwertung bleibt allerdings ein schwacher Trost angesichts der doch deutlichen nominalen Abwertung.

Zeit, sich die **grundlegende Frage** zu stellen: **Wovon hängen Wechselkurse ab?** Wie oben erwähnt, gibt es **keine** brauchbare Theorie zur Erklärung von Wechselkursschwankungen.

Ich schaue auf **Kaufkraft, Zins und Vertrauen:**

Kaufkraft: Währungen mit hoher Inflation verlieren an Wert. So viel ist klar.

Zins: Der Zins wird unabhängig vom Wechselkurs bezahlt. Er sollte also nicht ins Kalkül des Wechselkurses einfließen. Wir wissen aber alle, dass er das trotzdem tut. Beim Lesen der Währungsanalysen der Banken sehen Sie sofort, wie wichtig der Zins für die Währungsstrategen ist. Denn Wechselkurse bilden sich durch Flows. Die Aussicht auf höhere Zinsen sorgt für Kaufdruck auf die Währung und vice versa.

Kaufkraft + Zins = Realzinsdifferenz? Der Schluss liegt nahe, dass der Wechselkurs von den **relativen Realzinsen** abhängt. So einfach ist es aber leider **nicht**, auf Basis von Realzinsdifferenzen finden wir **keine** brauchbaren Korrelationen zur Erklärung der Währungspaare.

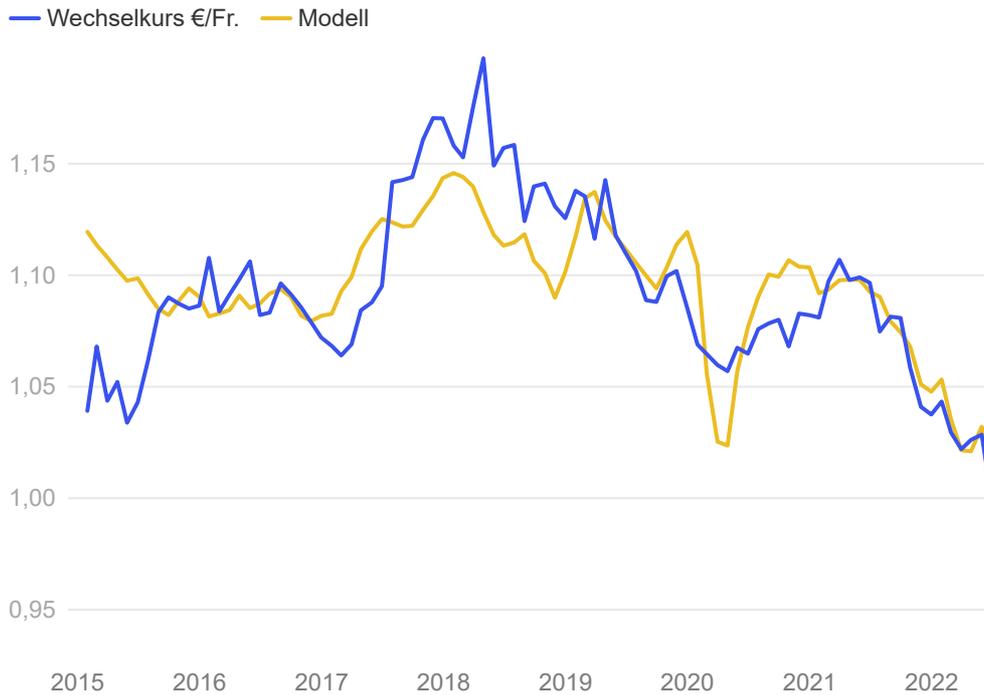
Wir empfehlen, **pragmatisch** zu sein, und fragen uns: Was zeigt die Empirie, und macht es Sinn? In meinem Bewertungsmodell für den Wechselkurs €/Fr. maximieren folgende Bausteine die Korrelation des Modells:

- Die **Inflationsdifferenzen** bleiben zentral, sie bilden das Rückgrat der Bewertung und erklären fast die Hälfte des Modells.

- Die Währungsmanipulationen der SNB sind ebenfalls wichtig: Wir schauen auf die Veränderungen der **Währungsreserven in der SNB-Bilanz**. Dieser Modellbaustein ist enorm hilfreich für die Erklärungskraft des Modells.
- Dem Euro hilft es, wenn global wenig **Finanzstress** herrscht, d.h. er ist negativ korreliert zur Volatilität an den Finanzmärkten; strube Zeiten nützen dem Franken. Ein wichtiger Baustein!
- Die **Leitzinserwartungen für den Euro** verbessern das Modell ebenfalls.
- Erst an fünfter Stelle rangieren die nominalen **Zinsdifferenzen** zwischen der Eurozone und der Schweiz.
- Komplettiert wird das Modell mit der Renditedifferenz zwischen **Frankreich** und Deutschland einerseits und der **Staatsverschuldung der Eurozone** andererseits, beides Modellbausteine der Marke «**Vertrauen**». Gut möglich, dass dieser Modellbaustein in der Zukunft ungleich wichtiger werden könnte!

Das gesamte Modell verfügt über eine nochmals verbesserte Korrelation von 0,93.

Einbezug weiterer Faktoren erhöht den Erklärungsgehalt



Ist der Euro nun die neue Lira?

Im eingangs erwähnten Zeitungsartikel ist die Rede von «gedrückter Unternehmensstimmung im Euroraum», Sorgen um das «Funktionieren der Währungsunion», die drohende Abschaffung der deutschen Schuldenbremse, überhaupt politische und wirtschaftliche Unwägbarkeiten in Frankreich und Deutschland, Trump, die Ukraine, EZB-Zinssenkungen etc. Kurzum: Im Euroraum droht der **perfekte Sturm**.

Uns gefällt der Euro aus zwei Gründen nicht: Die Zinsen sind zu tief für das Risiko, und sie drohen erst noch zu fallen. Sollten alle erwähnten Gefahren eintreten, droht **Deflation**.

Notenbanken können aber keine Deflation zulassen, weil sie die Einnahmen des Staates verringert, das Gewicht der bestehenden Schulden erhöht und so das Genick des Euro-Konstruktes brechen könnte. Die EZB würde deshalb **alles** tun, um zu

reflationieren. Der einzig gangbare Weg wäre dann eine (ungeordnete?) Abwertung des Euro. Das ist ungemein gefährlich. Dann hätten wir sie: **die Lira 2.0!**

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

**MEINUNG****Befindet sich Private Debt in einer Blase?**

Private Ausleihungen erleben derzeit einen Boom, zu attraktiv erscheinen die Vorteile für alle Beteiligten. Allerdings mehren sich die Anzeichen einer Blasenbildung. Wie gross der Schaden im Falle ihres Platzens wären, ist schwierig zu sagen, da der Markt völlig intransparent ist.

Jürg Lutz 26.11.2024

**MEINUNG****Korrelation des Monats: «Financial Engineering» schadet der Bonität von Unternehmensanleihen**

Viele Unternehmen optimieren ihre Kapitalstruktur zugunsten des Aktionärs und unterminieren damit die Substanz zulasten des Obligationärs. Ein besonders krasser Fall betrifft einen grossen Flugzeugbauer aus den USA.

Jürg Lutz 05.11.2024

**MEINUNG****Die Korrelation des Monats: Werden die Schweizer Zinsen in den USA gemacht?**

Die Renditen von Schweizer Anleihen bewegen sich Hand in Hand mit ihren US-Pendants. Dennoch bleibt die Analyse des heimischen Markts wichtig, denn bei den für Anleger wichtigen Realzinsen sind die Unterschiede deutlich.

Jürg Lutz 01.10.2024



**MEINUNG****Die Korrelation des Monats: Unternehmensanleihen sind zu Unrecht teuer**

Obligationäre werden am Kapitalmarkt systematisch über den Tisch gezogen. Ein grosses Übel ist der Goodwill aus Akquisitionen, der in den Bilanzen vieler Unternehmen schlummert.

Jürg Lutz 04.09.2024



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.