

# LUKB Pilatus-Club Newsletter

## Harter Franken: Fluch oder Segen?

### 1 Des einen Freud, des anderen Leid

Der Schweizer Franken hat in den letzten Monaten gegenüber den Währungen zahlreicher anderer Länder an Wert gewonnen. So legte er seit Anfang des Jahres gegenüber dem US-Dollar um 0.5 % auf 0.98 CHF pro USD an Wert zu (Abbildung 1). Noch deutlicher, nämlich um gut 3 %, wertete der Franken gegenüber dem Euro auf. Während er zu Beginn des Jahres noch bei knapp 1.13 pro Euro notierte, beträgt das Umtauschverhältnis aktuell fast 1.09.

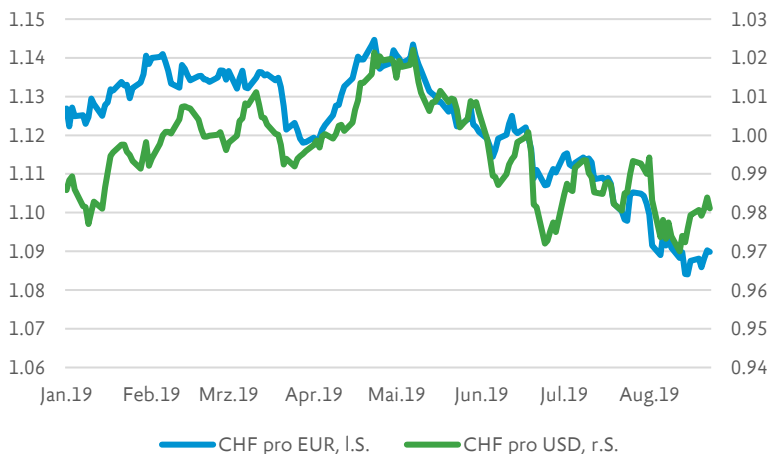


Abbildung 1: Franken hat gegenüber Euro und US-Dollar per saldo an Wert gewonnen  
Quelle: Datastream, LUKB

Durch eine Aufwertung der hiesigen Währung verteuern sich Schweizer Produkte im Ausland. Das wiederum beeinträchtigt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Export-Unternehmen. Um ihre Anteile auf den Weltmärkten zu verteidigen, können diese Firmen u.a. Preisnachlässe gewähren. Das drückt jedoch auf die Margen und im schlimmsten Fall droht damit der Abbau von Arbeitsplätzen. Eine Aufwertung hat aber auch Auswirkungen auf Unternehmen, die eher am Binnenmarkt orientiert sind. So können ausländische Konkurrenten vermehrt auf den inländischen Markt drängen, denn aufgrund der Währungsverhältnisse sind sie in der Lage, niedrigere Preise anzubieten. Damit wird es für Schweizer Produzenten schwieriger, ihre Produkte auf dem Binnenmarkt abzusetzen. Doch jede Medaille hat zwei Seiten. Durch eine Aufwertung des Franken werden Güter und Dienstleistungen, die aus dem Ausland bezogen und in der Schweiz verarbeitet oder genutzt werden, für Schweizer Firmen und Konsumenten günstiger.

### 2 Franken spiegelt robuste Wirtschaft wider

Dass der Franken stark ist und in den letzten Monaten sogar weiter aufgewertet hat, lag nicht an den Zinssätzen, denn die sind tief im negativen Bereich. So beträgt der Leitzins der Schweizer Nationalbank (SNB) -0.75 % und die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (Eidgenossen) fiel im August auf ein Allzeittief von -1.1 %. Demgegenüber rentierten 10-jährige deutsche Bundesanleihen (Bunds) und US-Staatsanleihen (Treasuries) mit -0.68 % respektive 1.5 %. Bunds und Treasuries haben also einen Renditevorsprung vor den Eidgenossen. Trotzdem wurde der Franken stark nachgefragt. Das liegt u.a. daran, dass Anleger den Standort Schweiz als sicheren Hafen in Krisenzeiten gerne ansteuern, selbst wenn die Liegegebühren - in Form negativer Zinssätze - hoch sind. Die Risikoaversion der internationalen Anleger hat in den letzten Monaten eher zugenommen. So hat der Handelskonflikt zwischen den USA und China wieder an Härte gewonnen. Vor dem Hintergrund einer ohnehin schwächeren Weltkonjunktur nimmt aus Sicht einiger Marktteilnehmer damit das Rezessionsrisiko zu. Das Wirrwarr um den Brexit trägt auch nicht gerade zur Zuversicht der internationalen Investorengemeinde bei.

Verfasst von: Brian Mandt, CIIA, Luzerner Kantonalbank AG, Pilatusstrasse 12, 6003 Luzern

Die in diesem Dokument verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung und der dargestellten Informationen. Die Publikation hat ausschliesslich informativen Charakter und ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Die Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.

Stand: 27.08.2019

Langfristig werden die Kapitalflüsse und damit der Wert einer Währung jedoch von Fundamentalfaktoren bestimmt und auch die sprechen seit Jahren für die Schweiz. Jedenfalls hat der nominale effektive Wechselkurs, der die Wertentwicklung des Frankens gegenüber anderen Währungen berücksichtigt und zu einem Index aggregiert wird, seit 1973 um fast 290 % zugenommen (siehe Abbildung 2). Auch real, also unter Berücksichtigung der Inflationsdifferenzen, hat der Franken-Wechselkurs an Wert zugelegt, wenn auch mit gut 50 % nicht annähernd so stark. Einerseits war die Nachfrage nach Schweizer Qualitätsgütern hoch und stützte damit die Währung. Andererseits war die Teuerung in der Schweiz in den letzten Jahrzehnten im Vergleich zum Ausland tief. Somit ist der harte Franken Spiegelbild einer starken Volkswirtschaft.

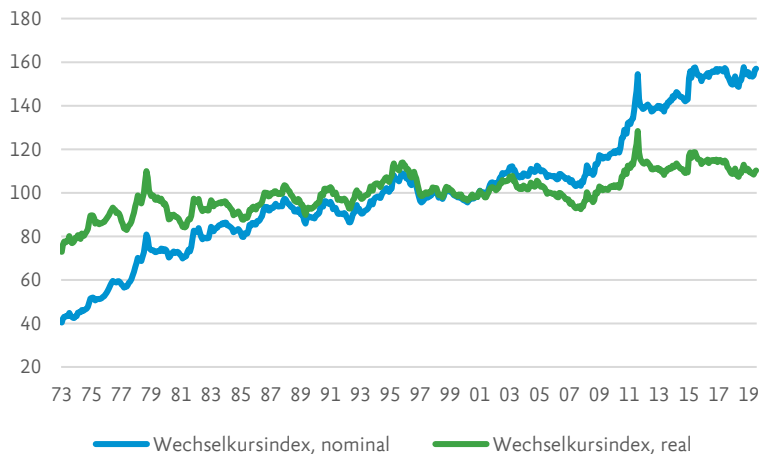


Abbildung 2: Nominaler und realer Wechselkursindex des Franken, Dez. 2000=100  
Quelle: Datastream, LUKB

### 3 Aufwertung trifft die Schweiz unterschiedlich stark

Unternehmen, Branchen und Regionen in der Schweiz sind unterschiedlich stark von einer Aufwertung des Frankens betroffen. Beispielsweise litt die Tourismusbranche in den letzten Jahren im Vergleich zu anderen Sektoren relativ kräftig unter der Aufwertung der heimischen Währung. Touristen aus dem In- und Ausland wichen auf Destinationen in den Nachbarländern aus. 2015, als die SNB den Mindestkurs des Frankens zum Euro aufgab und infolgedessen der Euro kräftig abwertete, stieg die Anzahl Reisen Schweizer Touristen nach Deutschland, Italien und Frankreich um gut 11 % auf 2.9 Mio., um 10 % auf 2.8 Mio. und um 12 % auf 2 Mio. Die Abbildung 3 zeigt zudem, dass die Anzahl der Logiernächte ausländischer Gäste in Schweizer Hotels in den Jahren 2011 und 2012 sowie 2015 und 2016, in denen es jeweils zu einer raschen und kräftigen Abwertung des Euro gegenüber dem Franken kam, rückläufig war. Die Wechselkursentwicklung kann hierfür ein erklärender Faktor sein. Insgesamt erzielt das Gastronomiegewerbe durchschnittlich über 21 % des Umsatzes mit ausländischen Touristen, bezieht aber nur 8 % der Vorleistungen aus dem Ausland, die durch eine Aufwertung der heimischen Währung tendenziell günstiger werden.

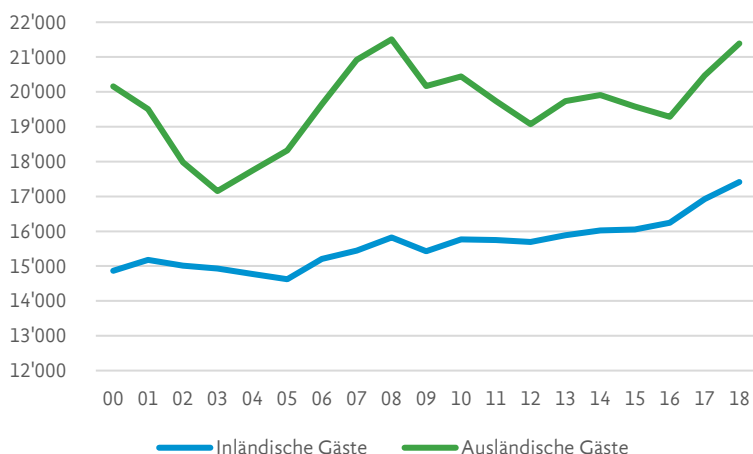


Abbildung 3: Anzahl Logiernächte in Schweizer Hotels und Kurbetrieben, in Tausend  
Quelle: BFS, LUKB

Verfasst von: Brian Mandt, CIIA, Luzerner Kantonalbank AG, Pilatusstrasse 12, 6003 Luzern

Die in diesem Dokument verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung und der dargestellten Informationen. Die Publikation hat ausschliesslich informativen Charakter und ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Die Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.

Stand: 27.08.2019

Im land- und forstwirtschaftlichen Sektor der Schweiz stellte sich die Situation dagegen anders dar. Dieser Sektor erzielte zwischen 2001 und 2014 nur 1 % seines Umsatzes direkt im Ausland, bezog jedoch durchschnittlich 13 % der Vorleistungen ausserhalb der Schweiz. Landwirtschaftlich geprägte Gemeinden konnten also eher von einer Aufwertung des Frankens profitieren als touristische Gemeinden mit einem hohen Gastronomieanteil.

Die chemisch-pharmazeutische Industrie wiederum muss fast alle Ausgangsstoffe aus dem Ausland einführen. Durch eine Franken-Aufwertung werden diese tendenziell billiger, wobei 80 % der Vorleistungsgüter aus der Europäischen Union stammen. Ohnehin ist für den Pharmasektor die Nachfrage nach Medikamenten ausschlaggebender als der Wechselkurs. Der Sektor wird vor allem vom zunehmenden Wohlstand in den Schwellenländern und der weltweit älter werdenden Bevölkerung gestützt. Hierbei weist der Gesundheitssektor im Vergleich zu anderen Branchen eine geringe Preissensitivität auf.

Die Reaktion auf eine Wechselkursänderung hängt auch davon ab, in welche Länder und Regionen ein Unternehmen bzw. eine Branche exportiert. Beispielsweise exportiert die Schweizer Elektrizitätsbranche Strom weitestgehend in den Euro-Raum. Die Maschinenbaubranche verfügt dagegen über eine diversifizierte Exportstruktur. Für diesen Sektor ist die EU zwar der wichtigste Abnehmer mit 60 %, doch 2018 gingen rund 13 % der Lieferungen in die USA und fast 18 % nach Asien. Während die Elektrizitätsbranche also vor allem von Währungsschwankungen zum Euro betroffen ist, ist die Maschinenbaubranche auch Schwankungen zum Dollar und zu asiatischen Währungen ausgesetzt.

#### 4 Die Schweiz hat die Aufwertung gut weggesteckt

Allen Unkenrufen zum Trotz hat sich die Schweizer Wirtschaft trotz des harten Frankens besser entwickelt als viele Analysten dies für möglich gehalten haben. Die Beschäftigung ist im Trend der letzten Jahre gestiegen. Die Arbeitslosenquote hat im Juli mit saisonbereinigt 2.3 % das tiefste Niveau seit März 2002 erreicht. Auch den Vergleich mit anderen Industrieländern muss die Eidgenossenschaft nicht scheuen. Seit der globalen Rezession von 2008/09 hat sich die Schweizer Wirtschaft trotz starker Währung besser entwickelt als beispielsweise Deutschland und Japan. Mit der US-Wirtschaft lag die Schweiz bis 2015 gleichauf. Die rasche und kräftige Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro in Folge der Mindestkursaufhebung durch die SNB sorgte allerdings für einen Rücksetzer.

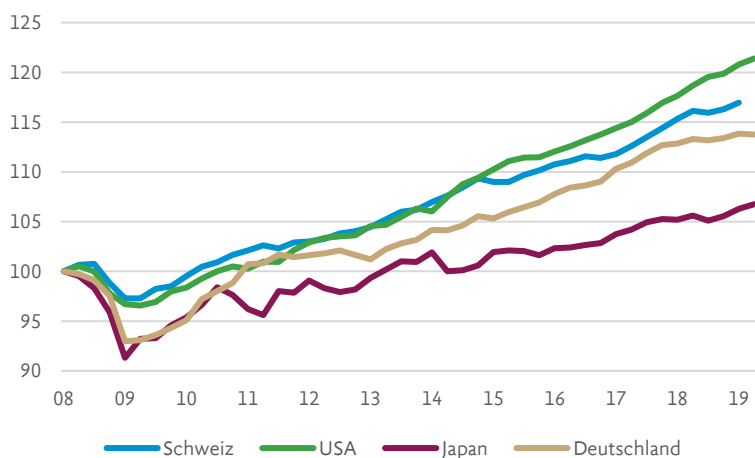


Abbildung 4: Reales Bruttoinlandsprodukt, 1. Quartal 2008=100  
Quelle: Datastream, LUKB

Bislang kam die Schweizer Volkswirtschaft jedoch erstaunlich gut mit dem starken Franken zurecht. Für die Exportentwicklung spielt sowieso eine grössere Rolle, wie sich die Nachfrage in den Hauptabsatzmärkten entwickelt. Ist die Nachfrage nach Schweizer Produkten hoch, dann kann ein starker Franken besser verkraftet werden.

Das Volumen der Exporte hat jedenfalls trotz der kontinuierlichen Aufwertung des Frankens über die letzten Jahrzehnte im Trend zugenommen. Diese Entwicklung wurde auch von der Exportstruktur der Schweizer Volkswirtschaft positiv beeinflusst. So ist der Anteil der chemisch-pharmazeutischen Industrie an den Gesamtexporten von 2000 bis 2018 von 28 % auf 45 % gewachsen (siehe Abbildung 5). Dieser Sektor kann Aufwertungen besser abfedern als andere. Gleichzeitig hat sich die Exportindustrie auf qualitativ hochwertige Güter spezialisiert. Indiz hierfür ist, dass der Anteil der Branche Präzisionsinstrumente, Uhren und Bijouterie im Zeitraum 2000 bis 2018 von 16 % auf 22 % wuchs. Die Kunden von qualitativ hochwer-

Verfasst von: Brian Mandt, CIIA, Luzerner Kantonalbank AG, Pilatusstrasse 12, 6003 Luzern

Die in diesem Dokument verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung und der dargestellten Informationen. Die Publikation hat ausschliesslich informativen Charakter und ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Die Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.

tigen Produkten sind weniger preissensitiv. Die Produzenten von Qualitätsgütern erweisen sich damit gegenüber Aufwertungs-tendenzen widerstandsfähiger.

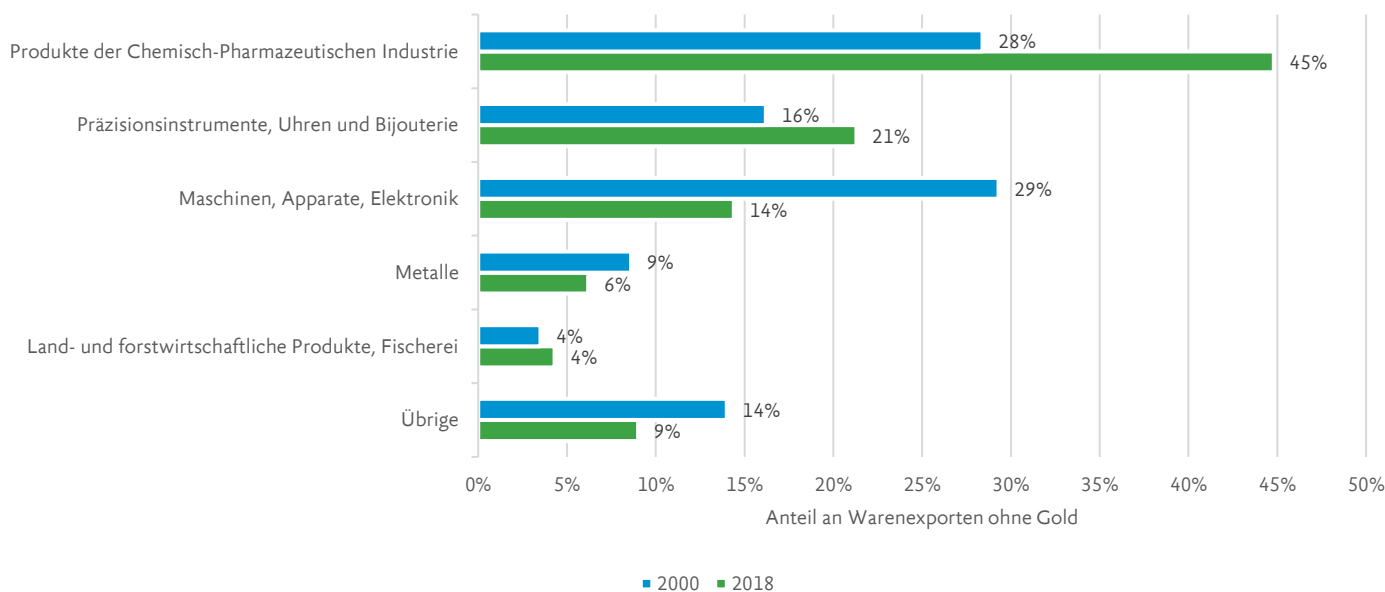


Abbildung 5: Exportanteile der Pharmaindustrie haben zugenommen  
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, LUKB

## 5 Franken bleibt auch künftig stark

Kurzfristig erwarten wir, dass der Franken gegenüber dem Euro etwa auf dem aktuellen Niveau bleibt. Grund hierfür ist u.a. die Unsicherheit über den Verlauf des Brexits. Mit Boris Johnson als Premierminister gewannen die Brexit-Anhänger im Vereinigten Königreich wieder die Oberhand im Regierungslager. Dadurch hat die Wahrscheinlichkeit, dass Grossbritannien die EU am 31. Oktober verlässt, ohne dass es ein Handelsabkommen zwischen beiden Regionen gibt, zugenommen. Auch gegenüber dem US-Dollar wird der Franken kurzfristig zur Stärke neigen, denn die Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Handelsgespräche bleibt bestehen.

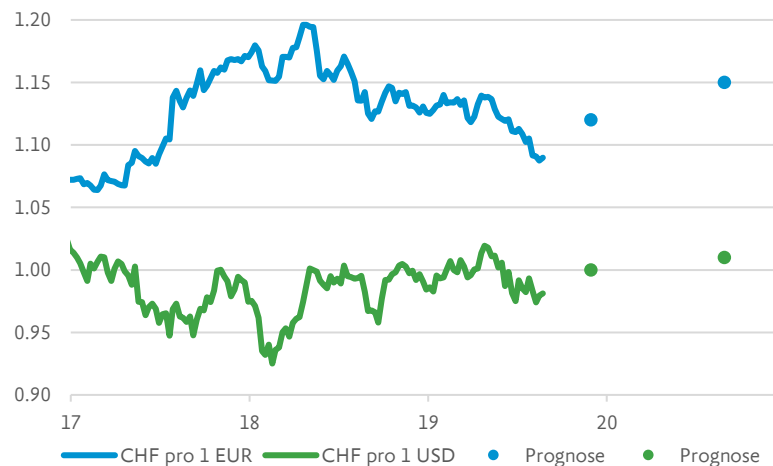


Abbildung 6: Wechselkurse, Prognose der LUKB  
Quelle: Datastream, LUKB

Längerfristig rechnen wir damit, dass der Franken etwas an Wert einbüsst. Auf Sicht von einem Jahr prognostizieren wir den Franken bei 1.15 pro Euro und 1.01 pro USD. Ausschlaggebend hierfür ist, dass die politischen Unwägbarkeiten etwas abklingen und damit die Risikoneigung der Investoren wieder zunimmt. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass sich die Konjunktur im Euroraum wieder erholt.

Verfasst von: Brian Mandt, CIIA, Luzerner Kantonalbank AG, Pilatusstrasse 12, 6003 Luzern

Die in diesem Dokument verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung und der dargestellten Informationen. Die Publikation hat ausschliesslich informativen Charakter und ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Die Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.

Stand: 27.08.2019

## 6 Der Kollateralschaden

Vor dem Hintergrund eines anhaltend starken Frankens gehen wir davon aus, dass die SNB ihre expansive Geldpolitik beibehalten wird. Hierbei erwarten wir, dass sie den Leitzins auf Jahressicht unverändert lassen wird. Das setzt einerseits voraus, dass es nicht zu einem Konjunkturereinbruch kommt und dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen nicht kräftig senkt, in deren Folge die SNB die Leitzinsen wohl weiter senken würde. Andererseits bedingt es auch, dass das Inflationsumfeld moderat bleibt. Zwar rechnen wir für 2019 mit einem Anstieg der jahresdurchschnittlichen Teuerungsrate auf 0.9 %. Doch damit würde der Wert deutlich unter der von der SNB anvisierten Zielrate von 2 % bleiben und eine Notwendigkeit für eine Zinsanhebung bestünde nicht. So oder so wird die Geldpolitik der SNB noch einige Zeit im Krisenmodus verharren. Neben den Leitzinsen werden damit aber auch die Staatsanleihenrenditen im negativen Bereich bleiben. Leidtragende sind somit die Sparer, denn sie sind gezwungen, sich auf der Suche nach Rendite anderen Anlageformen zuzuwenden. Diesbezüglich sind unter Berücksichtigung des Rendite-Risiko-Verhältnisses auch Aktienwerte interessant, die attraktive Dividendenrendite bieten.

## 7 Fazit

Trotz der von uns erwarteten leichten Abwertung des Frankens gegenüber dem Euro und dem US-Dollar auf Sicht von einem Jahr, bleibt die Schweizer Währung stark. Wir gehen dabei davon aus, dass die Schweizer Volkswirtschaft auch künftig gut mit dem harten Franken zurecht kommen wird. Ob es sich beim harten Franken um Fluch oder Segen für die Schweiz handelt, hängt sicherlich vom Standpunkt des Betrachters ab und lässt sich nicht eindeutig beantworten. In erster Linie ist der starke Franken Folge einer leistungsfähigen Volkswirtschaft. Die Währungsentwicklung hat sicherlich auch dazu beigetragen, dass sich die Unternehmen auf die Herstellung hochwertiger Produkte konzentrieren, um sich gegenüber der internationalen Konkurrenz zu behaupten. Qualitätsgüter und -dienstleistungen sind weniger wechsellkursensibel, da die Kunden im Ausland bereit sind, gute Preise zu bezahlen. «Made in Switzerland» steht für Qualität und spiegelt sich im Erfolg namhafter Schweizer Unternehmen wider. Diese bieten zum Teil attraktive Dividendenrenditen. Angesichts negativer Zinssätze lohnt sich unter Berücksichtigung der Rendite-Risiko-Relation der Blick auf die Schweizer Dividendenaristokratie. Hierzu zählen sicherlich Unternehmen wie Zurich Insurance (Timing «neutral»), Swisscom (Timing «neutral»), Kühne & Nagel (Timing «neutral»), ABB (Timing «attraktiv») und Sulzer (Timing «attraktiv») für die wir für 2020 Dividendenrenditen von 6 %, 4.5 %, 4.7 %, 4.6 % und 4.4 % erwarten.

### LUKB Schweizer Dividenden-Champions Basket III

Die LUKB wird ab dem 3. September 2019 einen Aktien-Basket zur Zeichnung auflegen, der Schweizer Unternehmen mit attraktiven Dividendenrenditen enthält. Anleger können damit über verschiedene Branchen breit diversifiziert investieren. Dabei wurden auch Unternehmen mit mittlerer Kapitalisierung berücksichtigt.

Verfasst von: Brian Mandt, CIIA, Luzerner Kantonalbank AG, Pilatusstrasse 12, 6003 Luzern

---

Die in diesem Dokument verwendeten Informationen stammen aus Quellen, welche die Luzerner Kantonalbank als zuverlässig erachtet. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernimmt die LUKB keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Veröffentlichung und der dargestellten Informationen. Die Publikation hat ausschliesslich informativen Charakter und ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Die Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern.

Stand: 27.08.2019