

informiert

Rund um Ihre Finanzen

Ein Zukunftsszenario

EUR/CHF
Mindestkurs:
Eine Frage der Zeit

Immobilien und
Vorsorge: ein
Dauerbrenner



Editorial

Bezüglich dem wirtschaftlichen Wachstum befindet sich die Schweiz insbesondere im Vergleich zu Europa nach wie vor in einer komfortablen Situation. Auch liegt die aktuelle Arbeitslosigkeit mit 2.9 % deutlich unter dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre.

Allerdings kann nicht übersehen werden, dass der Konjunkturbarometer auch hierzulande eher nach unten zeigt. Dies erhöht den Druck auf die Schweizerische Nationalbank, am bestehenden EUR Mindestkurs festzuhalten. Gerade weil Erfolg und Notwendigkeit dieser Massnahme weitestgehend unbestritten sind, werden die damit verbundenen, längerfristigen Risiken wahrscheinlich unterschätzt.

Auch international wird die Wirtschaft angesichts sinkender Wachstumsraten in den nächsten Jahren vor grossen Herausforderungen stehen. Neue Ansätze und Denkmodelle werden notwendig sein. Für den privaten Anleger werden die Veränderungen mit erhöhten Risiken aber auch neuen Chancen verbunden sein.

Zusammen mit einer Analyse der neusten Entwicklungen im Schweizerischen Immobilienmarkt bilden obige Themen die Schwerpunkte in dieser Ausgabe des Newsletters. Bei der Lektüre wünschen wir Ihnen viel Vergnügen und möglichst viele neue Erkenntnisse.

Daniele Lugaresi
Sigrist Lugaresi Partner AG

Ein Zukunftsszenario

Tiefe Zinsen und geringes Wachstum

Die weltweite Finanzkrise im Jahr 2008 hat insbesondere in den Volkswirtschaften der westlichen Industrienationen nachhaltige Spuren hinterlassen. Auch 6 Jahre nach der Krise liegen die Wachstumsraten immer noch deutlich unter den Vorkrisenwerten. Besonders augenscheinlich zeigt sich der ökonomische Bruch in der Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktsätzen, die seither in den entwickelten Industrienationen mehr oder weniger gegen Null tendieren (Abb. 1: USD Deposit rates). Auch die langfristigen Zinsen bewegen sich nicht weit von den historischen Tiefstständen.

Mehr und mehr stellt sich die Frage, ob die Zinsen in Zukunft überhaupt wieder einmal steigen werden. Um eine Antwort auf diese Frage zu finden, lohnt sich ein Blick auf die langfristige Entwicklung der volkswirtschaftlichen Wachstumsraten, denn zwischen dem Wachstum einer Volkswirtschaft und deren Zinsen besteht ein enger Zusammenhang. Das eine beeinflusst das andere und umgekehrt.

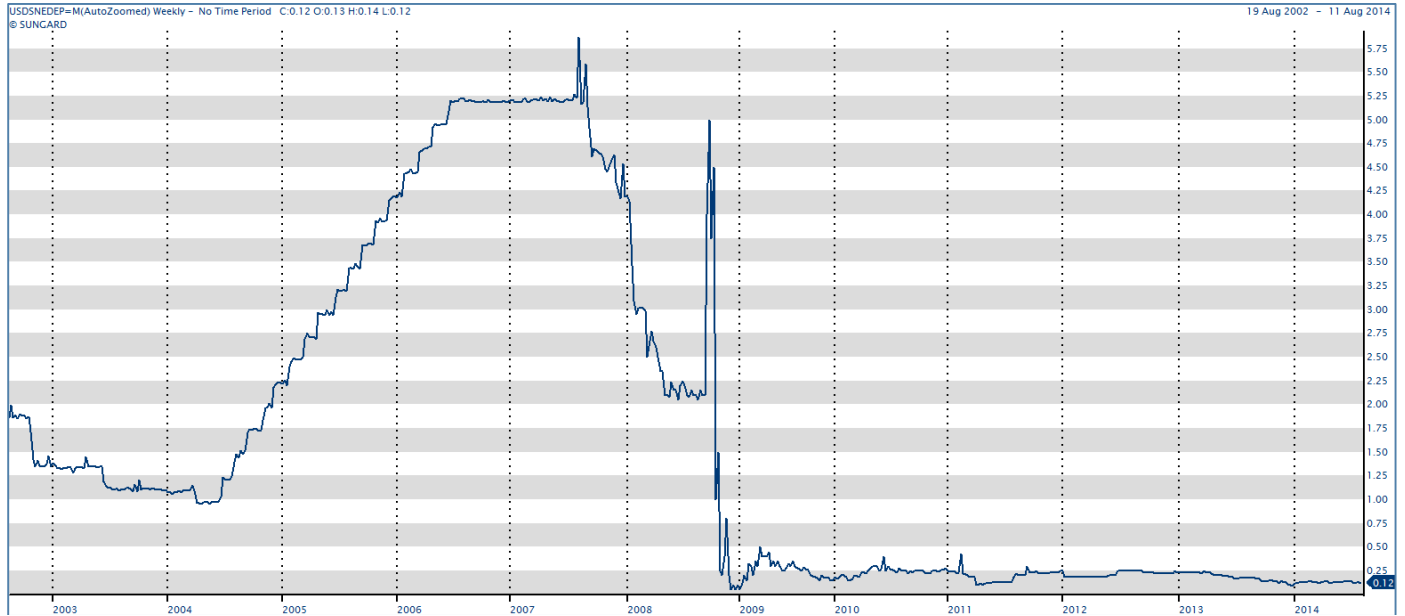
Insbesondere in den westlichen Industrienationen sind die Wachstumsraten – wenn auch unter markanten konjunkturell bedingten Schwankungen – schon lange vor der Finanzkrise rückläufig.

Da in unserer Wirtschaftsordnung tiefe Wachstumsraten zu steigenden öffentlichen Schulden und wachsenden sozialen Ungleichheiten führen, versuchen die Nationalbanken seit je her sinkenden Wachstumsraten mit expansiver Geldpolitik zu begegnen. Neu in der Geschichte der Geldpolitik der Nationalbanken ist aber die Tatsache, dass seit der Finanzkrise 2008 der geldpolitische Zinsspielraum vollständig ausgeschöpft ist.

Die Frage drängt sich auf, ob sich das Wirtschaftswachstum mit geldpolitischen Massnahmen überhaupt noch wesentlich beeinflussen lässt. Zweifel sind angebracht, denn die Erfahrungen der letzten Jahre weisen eher in eine andere Richtung. So verharren sowohl in Europa und als auch in Japan die Volkswirtschaften nach jahrelanger Nullzinspolitik immer noch nahe an der Stagnation und auch in den USA – deren Notenbank sich mit beispiellosen expansiven Zusatzmassnahmen (Stichwort „quantitative Easing“) auf neues Terrain vorgewagt hat – bleiben die Wachstumsraten deutlich unter dem langfristigen historischen Durchschnitt zurück.

Vielmehr laufen die Nationalbanken mit dem unbeschränkten zur Verfügung stellen von Liquidität Gefahr, die Finanzmärkte weiter von der Realwirtschaft zu entkoppeln und spekulativen Blasen Vorschub zu leisten.

Abb. 1:



Entgegen der Logik neoklassischer Ökonomen wird das Geld also trotz tiefer Zinsen gespart und nicht ausgegeben resp. über Kredit nachgefragt. Vielmehr horten sowohl Private als auch Unternehmen Liquidität, um sich gegenüber zukünftigen Unsicherheiten abzusichern. Neuere Untersuchungen zeigen, dass die Investitionen der Unternehmen nicht nur in den westlichen Industrienationen, sondern auch weltweit im Sinken begriffen sind. Die Vermutung liegt nahe, dass die Gründe für die Stagnation nicht konjunktureller sondern struktureller Natur sind. Es sind generelle Marktsättigungserscheinungen, die alternde Gesellschaft, die Verknappung und Verteuerung von Ressourcen, die Befrachtung der Umwelt mit Schadstoffen und die damit verbundenen Kosten, die Bürokratisierung von Wirtschaft und Gesellschaft sowie sich ändernde Sicht- und Verhaltensweisen, die kein grosses Wachstum mehr zulassen. In vielen wirtschaftlich entwickelten Nationen scheint der Wunsch nach materieller Wohlstandsvermehrung immer mehr in den Wunsch überzugehen, das Erreichte zu bewahren. Wie in der Natur scheinen auch der Wirtschaft natürliche Grenzen gesetzt.

Für ein solches Szenario ist die traditionelle ökonomische Lehre nicht gewappnet. Mangelnde Alternativen sind wahrscheinlich der Grund dafür, dass die Hoffnung zumindest unter Politikern und Ökonomen nach wie vor weit verbreitet ist, obige Veränderungen seien mit Geldpolitik in den Griff zu bekommen. Auch die von liberalen Ökonomen geforderten

Wirtschaftsreformen dürften zwar nach wie vor gewisse Wirkungen entfalten, mehr und mehr aber dazu führen, dass sich ein Land nur auf Kosten des anderen ein grösseres Stück aus dem weniger wachsenden Weltwirtschaftskuchen abschneiden kann. Insbesondere die westliche Gesellschaft wird sich damit abfinden müssen, dass das Wachstum gering respektive langfristig rückläufig bleibt.

Da aus ökonomischer Sicht die Zinsrate die volkswirtschaftliche Wachstumsrate nicht übersteigen darf und bei wirtschaftlicher Stagnation entsprechend auf Null fallen muss, werden die Zinsen – ev. mit Ausnahme temporär beschränkter Zinsversteifungen – auf unabsehbare Zeit nicht mehr wesentlich steigen.

Die Geldpolitik der Nationalbanken wird sich mehr und mehr darauf beschränken, die Zinsen bei Null zu halten und die Märkte mit Liquidität zu fluten. Unter solchen Umständen wird der Einfluss und der Handlungsspielraum der Nationalbanken zwangsläufig abnehmen. Stark gefordert sein werden hingegen Politik und Gesellschaft, die aufgefordert sind, die negativen sozialen und psychologischen Folgen des tieferen Wachstumspotentials der Volkswirtschaften abzufedern.

Neue Denkansätze

Dazu werden derzeit viele Modelle und

Reformideen diskutiert. Ob und inwieweit die mehr oder weniger radikalen Erneuerungsvorschläge wie ein verstärkter Währungswettbewerb, Komplementärwährungen, Vollgeld, Zielinflation der Nationalbank, Währungssteuer, Grundeinkommen und Zinsverbot geeignet sind, die Wachstumsproblematik zu entschärfen, ist offen und eher mit einer gewissen Skepsis zu betrachten. Eine einfache Lösung des Problems ist jedenfalls nicht in Sicht. Klar scheint nur, dass Massnahmen getroffen werden müssen, die die mit tiefen Wachstumsraten einhergehenden wachsenden öffentlichen Schuldenprobleme und die sozialen Ungleichheiten wirksam bekämpfen. Aufgrund der Erstmaligkeit der Situation wird dies aber ein Try and Error Prozess sein, dessen Ausgang vorerst ungewiss ist.

Höhere Chancen und Risiken an den Finanzmärkten

Grundsätzlich wirken sich tiefe resp. rückläufige Wachstumsraten negativ auf die Unternehmensgewinne und damit auf die Aktienkurse aus. Andererseits wird der „Anlagenotstand“ aufgrund der tiefen Zinsen, der sinkenden realwirtschaftlichen Wachstumsraten und der wachsenden Liquidität nach wie vor hoch sein, wenn nicht sogar zunehmen, was langfristig eine zusätzliche Nachfrage

nach Aktien erzeugen und das allgemeine Bewertungsniveau der Aktienmärkte erhöhen dürfte. Dabei wird sich die Entwicklung der Finanzmärkte aller Voraussicht nach weiter von der Realwirtschaft lösen und damit - trotz langfristig abnehmender realwirtschaftlicher Perspektiven - zusätzliche Chancen eröffnen, aber auch klar erhöhte Risiken bergen.

In diesem Szenario werden Aktienanlagen, die auf Gewinnqualität und hohe, regelmässige Dividenden ausgerichtet sind, mit hoher Wahrscheinlichkeit überdurchschnittlich Renditen abwerfen. (Abb. 2)

EUR/CHF Mindestkurs: Eine Frage der Zeit

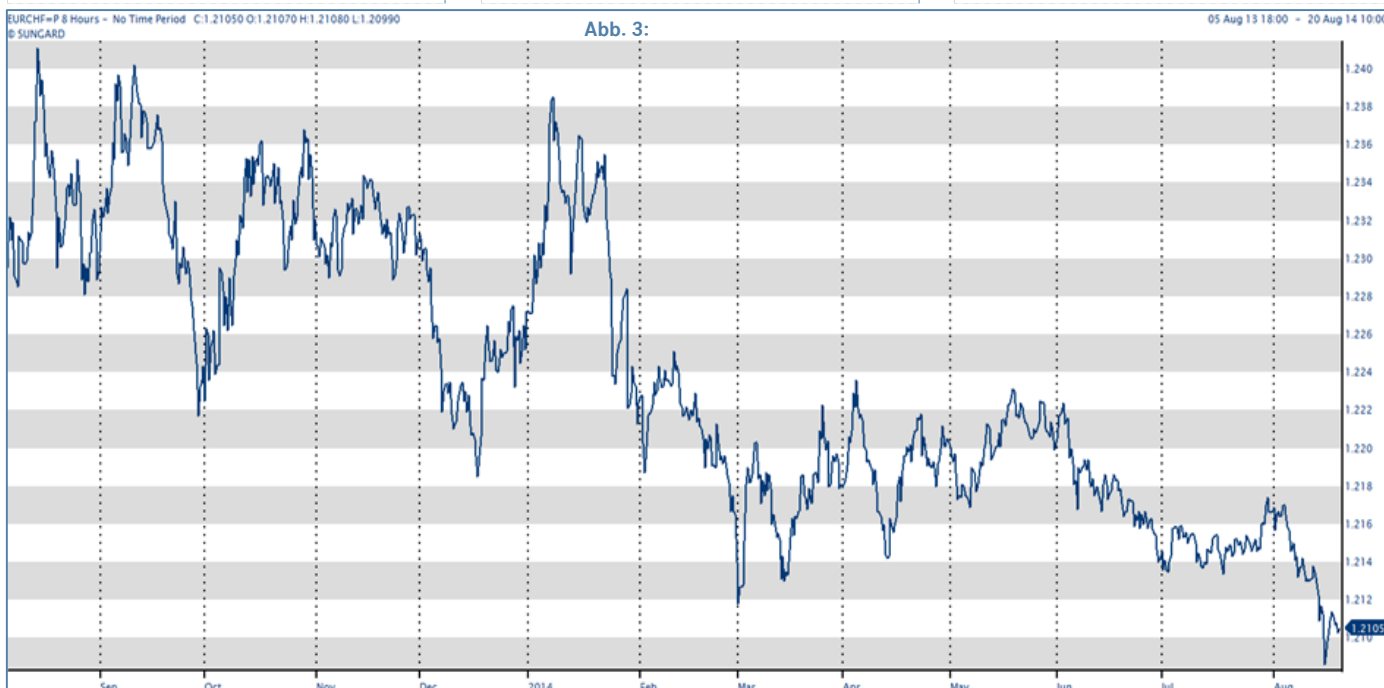
Seit dem Höchststand des EUR/CHF Kurses bei 1.2650 im Mai des vergangenen Jahres bewegt sich der Wechselkurs nicht zuletzt angesichts der ausbleibenden Erholung und den aktuellen Deflationsgefahren in Europa kontinuierlich gegen die von der Schweizerischen Nationalbank festgelegte Untergrenze von 1.20 zu. (Abb. 3). Damit erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die SNB wieder EUR gegen CHF kaufen und damit ihre Devisenreserven weiter erhöhen muss. Auf den ersten Blick gibt es zweifellos Gründe genug, an der Fixierung des EUR-Wechselkurses festzuhalten.

Abb. 2:

Anlageempfehlungen		Kurs 25.8.	Kurs/Gewinn Verhältnis	Div. Rendite in %
Zürich	CHF	274.10	11	6.2
Repsol	EUR	18.82	29	5.3
Swiss Prime Site	CHF	73.35	13	4.9
Münchner Rück	EUR	151.10	8	4.8
EON	EUR	13.85	12	4.3
Axa	EUR	18.77	11	4.3
Swisscom	CHF	532.50	16	4.1
Sanofi	EUR	81.30	29	3.4
Telefonica	EUR	12.03	9	3.3

Die Aufhebung des Mindestkurses würde in der jetzigen Situation mit grosser Wahrscheinlichkeit zu einer sprunghaften Aufwertung des CHFs und damit zu einer zusätzlichen Abschwächung der CH-Konjunktur in einem Moment führen, in dem auch im Inland deutliche Anzeichen einer Verlangsamung der Wirtschaftsentwicklung erkennbar sind. Vor allem aber würde die Aufhebung des Mindestkurses mit grosser Wahrscheinlichkeit zu deflationären Tendenzen führen, was wiederum in vielerlei Hinsicht (steigende Sparneigung, Erhöhung der realen Schulden, etc.) belastende Auswirkungen auf die Schweizer Volkswirtschaft haben würde. Der Erfolg und die aktuell positiven Auswirkungen der Untergrenze sind unbestritten. Trotzdem nehmen die Risiken der EUR-Währungsbindung für die Schweiz zu.

Nur eine Erholung der EURO Zone würde es ermöglichen, die Devisenreserven ohne Verlust verkaufen zu können. Von einem solchen Aufschwung sind die Ökonomien in Europa aber weit entfernt. In diesem Umfeld wird die SNB, um den Mindestkurs halten zu können, weiter die EUR Devisenreserven anschwellen lassen müssen. Auch wenn es keine theoretische Obergrenze für Devisenreserven gibt, erhöhen sich damit Verlustrisiken der SNB. Die Vergangenheit lehrt, dass sich bei Wechselkursfixierungen die Marktkräfte früher oder später durchsetzen. Damit stellt sich die Frage, ob der Schaden für die SNB und die Schweizer Wirtschaft nicht geringer wäre, den Fixkurs schon jetzt kontinuierlich zu reduzieren als dies später einmal den aufgestauten Marktkräften überlassen zu müssen.



Immobilien und Vorsorge: ein Dauerbrenner

Nach dem rasanten Wachstum der Hypothekendarlehen in letzter Zeit wurde der Regulator immer mehr aktiv. In unserem Newsletter vom 8/2012 haben wir darüber berichtet, dass verschiedene Massnahmen zur Dämpfung der Hypothekarkreditnachfrage für selbstbewohntes Wohneigentum und Renditeobjekte ergriffen worden waren. Die beiden wichtigsten waren:

- Der Mindestanteil an Eigenmitteln muss 10 % betragen („echtes“ Eigenkapital)
- Die Hypothekarschuld ist innert 20 Jahren auf 2/3 des Belehnungswertes zu amortisieren

Um der weiter steigenden Gefahr der Überhitzung des Immobilienmarktes entgegenzuwirken, verlangte der Bundesrat per Juli 2014, dass die Banken ihre Eigenmittelreserven von ein auf zwei Prozent der Hypothekarkredite erhöhen. Das hat die Margen der Institute schmälern lassen und die Vergabepaxis verschärft. Nun folgen per 1. September 2014 weitere Vorschriften der Schweizerischen Bankiervereinigung:

- Die Hypothekarschuld ist neu innert 15 Jahren auf 2/3 des Belehnungswertes zu amortisieren

- Konsequente Anwendung des Niederstwertprinzips (tieferer Wert aus bankinterner Schätzung und Kaufpreis gilt)
- Zweiteinkommen für Tragbarkeitsrechnung nur bei gemeinsamer Solidarschuldnerschaft

Die wichtigste Neuerung betrifft nun die verkürzte Amortisationsfrist. Diese um 5 Jahre verkürzte Frist führt zu beachtlich höheren jährlichen Amortisationsleistungen. Dazu kommt, dass diese Amortisationen von Anfang an geleistet werden müssen und Karenzfristen oder Einmalzahlungen am Schluss nicht mehr zur Anwendung kommen dürfen. Das Niederstwertprinzip wurde bei den meisten Instituten schon bisher praktiziert und auch die Auflage an Zweiteinkommen ist nicht mehr als eine konsequente und unbestrittene Folgerung.

Diese neuen Massnahmen verschlechtern die Tragbarkeit von Immobilieninteressierten. Die kalkulatorische Zinsbelastung (meist mit 5 % gerechnet), die Amortisation und die Unterhaltskosten dürfen nicht mehr als 1/3 des verfügbaren Einkommens ausmachen. Mit den nun höheren Amortisationen verschlechtert sich bei unverändertem Einkommen die individuelle Tragbarkeit. Das bedeutet, dass mehr Eigenmittel eingebracht werden müssen oder auf kostengünstigere Immobilien ausgewichen werden muss (sofern der Markt diese hergibt).

Ein beachtlicher Teil der Eigenmittel stammt nach wie vor aus Vorsorgegeldern. Eine Studie der Hochschule Luzern von 2013 hat ergeben, dass in rund 60 % der Fälle auf Vorsorgegelder zurückgegriffen wird. Dabei handelt es sich zum grössten Teil um Gelder aus der 2. Säule (jährlich rund 2 Mrd. CHF), die vorbezogen werden, damit die notwendigen Eigenmittel erbracht werden können. Nun wurde aber kurz vor Sommerferien-Beginn der Bundesrat aktiv, indem er mit Kenntnis der steigenden bedarfsabhängigen Sozialleistungen (v.a. Ergänzungsleistungen) geäussert hat, dass er den Vorbezug von Vorsorgegeldern unterbinden möchte. Dies in der Hoffnung, dass damit langfristig staatliche Kosten eingespart werden können. Allerdings war die allgemeine Entrüstung bezüglich diesem Vorhaben so gross, dass der Bundesrat die Aussage einige Tage später in der Richtung relativieren musste, dass nicht alle Vorbezüge gleich zu werten seien.

Für den Herbst 2014 wurde eine Vernehmlassungsvorlage zur Reform der Ergänzungsleistungen in Aussicht gestellt. Ob dort Einschränkungen zu Vorsorge-Kapitalbezügen bereits enthalten sind oder ob diese erst im grossen Projekt „Altersvorsorge 2020“ einfließen, ist heute unklar. Der Dauerbrenner Immobilien und Vorsorge wird jedenfalls so oder so in eine nächste Runde gehen.

Sigrüst Lugaresi Partner AG

Finanz-Experten



Hans-Peter Sigrüst
sigrust@finanz-experten.ch
www.finanz-experten.ch
T +41 61 281 60 66



Daniele Lugaresi
lugaresi@finanz-experten.ch
www.finanz-experten.ch
T +41 61 281 60 61



Roger Bertoni
bertoni@pekafina.ch
www.pekafina.ch
T +41 61 281 60 59

pekafina