

Die Sicht des Raiffeisen Chefökonom

Franken: Die Achillesferse der Schweiz



Im Golf herrscht Krieg. Öl und Gas werden mit jedem Kriegstag teurer, und die Folgen für die Weltwirtschaft unberechenbarer. Bleibt die Strasse von Hormuz faktisch länger geschlossen, drohen der Welt ein Inflationsschub und höhere Zinsen. Für die globale Verschuldung verheisst das nichts Gutes. Krisen- und Kriegszeiten haben Staaten stets Gründe geliefert, Fehlbeträge im Staatshaushalt zu rechtfertigen. Das dürfte diesmal nicht anders sein. Unter diesen Voraussetzungen erscheint eine Stabilisierung des globalen Verschuldungstrends noch unwahrscheinlicher. Dieses Bild bestätigt auch das pessimistische Fazit der jüngsten Studie meines Ökonomieamts, wonach eine Verschuldungsspirale in vielen Ländern kaum noch aufzuhalten ist. Dank der Schuldenbremse kennt die Schweiz zwar kein Verschuldungsproblem, sie ist über die Save-Haven-Funktion des Frankens aber dennoch betroffen und muss sich langfristig auf weitere Frankenaufwertungen einstellen.

Haushaltsdisziplin ist verloren gegangen

Ein Blick über einen längeren Zeitraum zeigt: Bis Anfang der 1970er-Jahre konnten die Schuldenquoten auf tiefem Niveau gehalten werden, doch dann kippten die Staatshaushalte vieler Industrieländer ins Negative. Hielten sich die Fehlbeträge anfänglich noch in Grenzen, fuhren die Staaten mit der Zeit zunehmend höhere Defizite ein. Nach der Abkehr vom Bretton-Woods-System und dem Übergang zu einem Fiatgeldsystem mit flexiblen Wechselkursen blieb die Haushaltsdisziplin zunächst hoch. Über die Jahre ist diese Disziplin aber erodiert. Heute verzeichnen Länder wie Frankreich, Grossbritannien oder die USA selbst ohne akute Notlagen jährliche Haushaltsdefizite von fünf Prozent und mehr. Warnungen, wonach dieser Pfad nicht nachhaltig ist, verhallen weitgehend ungehört. Und Versuche, diesen Trend zu brechen, scheitern regelmässig – nicht zuletzt an der fehlenden gesellschaftlichen Einigkeit über Sparmassnahmen. Langfristig ist deshalb mit einer weiteren Erosion der Währungen hochverschuldeter Länder zu rechnen.

Gefangen im Schuldenpfad

Die Zeit, den verhängnisvollen Verschuldungstrend umzukehren oder zumindest zu stabilisieren, läuft den westlichen Industrieländern davon. Die Alterung der Bevölkerung und wachsende Sozialausgaben engen den finanziellen Handlungsspielraum ein. Gleichzeitig erhöhen steigende Zinsen

die Kosten für die Finanzierung bestehender Schulden markant. Projektionen für die USA zeigen, dass bereits in fünf Jahren das Wachstum der Schuldzinskosten das Wirtschaftswachstum übersteigen dürfte – ein entscheidender Kipppunkt. Das bedeutet, die Kosten der Schuldenfinanzierung werden rascher steigen als die wirtschaftliche Fähigkeit des Landes, dafür zu bezahlen. Die lange Tiefzinsphase, in der das Gegenteil galt und trotz Haushaltsdefiziten eine stabile Schuldenquote möglich gewesen wäre, haben die USA nicht genutzt. Schon bald werden Primärüberschüsse notwendig sein, um ein weiteres Anwachsen der Verschuldung zu verhindern. Wie dies gelingen soll, bleibt völlig schleierhaft. Pro Kopf beträgt die US-Verschuldung inzwischen 113'000 US-Dollar. Die Staatsschulden vieler westlicher Industriestaaten haben Niveaus erreicht, die mit «konventionellen» Massnahmen nicht mehr in den Griff zu kriegen sind. Entsprechend hat die Suche nach alternativen, «kreativen» Lösungen längst begonnen.

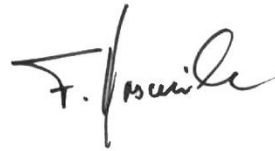
Kreative Strategien zur Schuldenstabilisierung

Die US-Zölle sind nichts anderes als ein Versuch der Trump-Regierung, das Ausland für die Schulden der USA zahlen zu lassen – beziehungsweise die unvermeidliche Belastung der eigenen Konsumenten zu verschleiern. Denn Zölle sind De-facto-Steuern, die vor allem die Konsumenten der mit Zöllen belegten Güter treffen. Auch die Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed müssen in diesem Zusammenhang gesehen werden. Im Wissen um die politische Unmöglichkeit, den Verschuldungstrend mit herkömmlichen Sparmassnahmen einzudämmen, ohne an der Wahlurne abgestraft zu werden, geht die Trump-Regierung in bislang beispielloser Weise gegen die Notenbank vor und verlangt tiefere Zinsen. Die Zeichen stehen auf finanzielle Repression. Darunter versteht man Massnahmen, die den Staatshaushalt auf Kosten der Sparer entlasten. Regierungen hochverschuldeter Länder setzen dabei verstärkt auf tiefere Realzinsen, um so die Schuldenlast schrittweise zu entwerten. Das erreichen sie über höhere Inflationsraten und/oder das künstliche Tiefhalt der Nominalzinsen. Auch die umfangreichen Anleihenkäufe der Zentralbanken in den 2010er-Jahren dienten unter anderem diesem Zweck – nicht zuletzt in Europa. In vielen europäischen Ländern erscheint ein Schuldenabbau durch kräftiges Wirtschaftswachstum und strikte Ausgabendisziplin genauso wenig realistisch wie in den USA oder Japan.

Musterschülerin Schweiz auch betroffen

In diesem «dirty game» geht es letztlich darum, wer das weniger schmutzige Hemd trägt. Eines strahlt dabei besonders weiss: dasjenige der Schweiz. Dank der Schuldenbremse kennt die Schweiz keine ernsten Verschuldungsprobleme. Doch damit ist sie nicht aus dem Schneider. Zum einen droht die Schweiz in einer Welt schwindender regelbasierter Ordnung selbst von befreundeten Staaten zur Zielscheibe zu werden, da sie als Musterschülerin für die Schuldenstaaten eine Provokation darstellt. Noch problematischer sind jedoch internationale Anleger, die der finanziellen Repression in ihren Heimatländern entfliehen wollen und die «goldähnlichen» Qualitäten des Schweizer Frankens entdecken. Tiefe Inflation, hohe Fiskaldisziplin und politische Sicherheit machen die Schweiz zum idealen sicheren Hafen. Ein Analyst von Morgan Stanley prophezeite Ende Februar der Schweizer Währung weitere kräftige Aufwertungsschübe. Die

Wahrscheinlichkeit, dass er recht behält, ist ungemütlich hoch. Der starke Franken gefährdet jedoch die Wettbewerbsfähigkeit der hiesigen Exportwirtschaft. Insofern bleibt die Schweiz von den Auswirkungen der globalen Verschuldung – trotz erledigter Hausaufgaben – nicht verschont.



Fredy Hasenmaile
Chefökonom
Raiffeisen Schweiz

Herausgeber

Raiffeisen Schweiz
Economic Research
The Circle 66
8058 Zürich-Flughafen
economic-research@raiffeisen.ch

Internet

raiffeisen.ch/wohnen
raiffeisen.ch/anlegen

Publikationen

Erfahren Sie in unseren Publikationen unsere
aktuelle Sicht auf die Finanzmärkte
raiffeisen.ch/maerkte-meinungen

Beratung

Kontaktieren Sie Ihren Anlageberater oder Ihre
lokale Raiffeisenbank
raiffeisen.ch/web/ihre+bank+vor+ort

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschliesslich allgemeinen Werbe- sowie Informationszwecken und ist nicht auf die individuelle Situation des Empfängers abgestimmt. Der Empfänger bleibt selbst für entsprechende Abklärungen, Prüfungen und den Beizug von Spezialisten (z. B. Steuer-, Versicherungs- oder Rechtsberater) verantwortlich. Erwähnte Beispiele, Ausführungen und Hinweise sind allgemeiner Natur, welche im Einzelfall abweichen können. Aufgrund von Rundungen können sich sodann Abweichungen von den effektiven Werten ergeben.

Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung resp. persönliche Empfehlung noch ein Angebot, eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Das Dokument stellt insbesondere keinen Prospekt und kein Basisinformationsblatt gemäss Art. 35 ff. bzw. Art. 58 ff. FIDLEG dar. Die allein massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu den erwähnten Finanzinstrumenten sind in den jeweiligen rechtsverbindlichen Verkaufsdokumenten (z. B. [Basis-]Prospekt, Fondsvertrag, Basisinformationsblatt (BIB) oder Jahres- und Halbjahresberichte) enthalten. Diese Unterlagen können kostenlos bei Raiffeisen Schweiz Genossenschaft, Raiffeisenplatz, 9001 St.Gallen oder unter raiffeisen.ch bezogen werden. Finanzinstrumente sollten nur nach einer persönlichen Beratung und dem Studium der rechtsverbindlichen Verkaufsdokumente sowie der Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) erworben werden. Entscheide, die aufgrund dieses Dokuments getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Empfängers. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität, Sitz oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in diesem Dokument erwähnten Finanzinstrumenten oder Finanzdienstleistungen beschränkt ist. Bei den aufgeführten Performancedaten handelt es sich um historische Daten, aufgrund derer nicht auf die laufende oder zukünftige Entwicklung geschlossen werden kann.

Das vorliegende Dokument enthält zukunftsgerichtete Aussagen. Diese widerspiegeln Einschätzungen, Annahmen und Erwartungen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung. Aufgrund von Risiken, Unsicherheiten und anderen Faktoren können die künftigen Ergebnisse von den zukunftsgerichteten Aussagen abweichen. Entsprechend stellen diese Aussagen keine Garantie für künftige Leistungen und Entwicklungen dar. Zu den Risiken und Unsicherheiten zählen unter anderem die im [Geschäftsbericht der Raiffeisen Gruppe](#) beschriebenen Risiken und Unsicherheiten.

Raiffeisen Schweiz sowie die Raiffeisenbanken unternehmen alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten und Inhalte zu gewährleisten. Sie übernehmen aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in diesem Dokument veröffentlichten Informationen und haften nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung und Verwendung dieses Dokumentes oder dessen Inhalts verursacht werden. Insbesondere haften sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen sind diejenigen von Raiffeisen Schweiz zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Raiffeisen Schweiz ist nicht verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren. In Bezug auf allfällige, sich ergebende Steuerfolgen wird jegliche Haftung abgelehnt. Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung von Raiffeisen Schweiz weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt und/oder weitergegeben werden.