



**Universität  
Zürich** UZH

**Lehrstuhl Prof. Marc Chesney**

Universität Zürich  
Institut für Banking und Finance  
Plattenstrasse 32  
CH-8032 Zürich  
Telefon +41 634 41 07

**Bachelor of Arts in Wirtschaftswissenschaften  
(Studienschwerpunkt Banking and Finance)**



**Universität  
Zürich** UZH

**Einfluss der Frankenstärke auf den SPI in den Jahren  
2004 bis 2016**

vorgelegt von

Abgabedatum: 27.09.2017

bei

**Prof. Dr. Marc Chesney**

**Institut für Banking und Finance**

# **1. Executive Summary**

## **1.1. Fragestellung**

Themenstellung dieser Arbeit ist es, zu untersuchen, inwiefern es einen Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs des Schweizer Franken und der Performance des Swiss Performance Index [SPI] gibt. Der SPI gilt als Gesamtmarktindex für den Schweizer Aktienmarkt (Six Swiss Exchange (2017b)). Dabei wird besonderes Augenmerk darauf gelegt, dass die Schweiz mit ihrer offenen Volkswirtschaft viel Aussenhandel betreibt und vor allem mit Ländern aus der Eurozone reger Handel gepflegt wird. Mit der Aufhebung des Mindestkurszieles des Schweizer Franken gegenüber dem Euro durch die Schweizerische Nationalbank [SNB] im Frühjahr 2015 gerieten einige Unternehmen in Schwierigkeiten.

Diese Bachelorarbeit hat zum Ziel, mittels einer empirischen Untersuchung einen Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs des Schweizer Franken und der Performance des SPI zu beschreiben. Dabei werden auf der einen Seite die Wechselkurse des Schweizer Franken zum Euro, zum US-Dollar und zum britischen Pfund untersucht, und auf der anderen Seite fünf verschiedene Zeiträume gewählt. Die Zeitfenster umfassen die Zeit vor der Finanzkrise, die Zeit um die Finanzkrise, die Zeit vor der Einführung des Mindestkurses gegenüber dem Euro respektive während der Eurokrise, sowie die beiden Zeiträume nach der Einführung und nach der Aufhebung des Wechselkurses. Ausserdem wird in einem darauf folgenden Schritt die gleiche Untersuchung für Blue-Chips-Unternehmen und Small-and-Mid-Cap-Unternehmen des SPI durchgeführt, um allfällige unternehmensgrössenbedingte Effekte aufzuzeigen.

## **1.2. Forschungsfragen und Hypothese**

Seit Aufhebung des Mindestkurszieles des Schweizer Franken zum Euro im Frühjahr 2015 wurde immer häufiger diskutiert, inwiefern dies einen Einfluss auf die Schweizer Wirtschaft haben könnte.

Die zentralen Fragen, die beantwortet werden sollten, sind folgende:

1. Haben die Wechselkurse des Schweizer Franken einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Performance des SPI?
2. Folgende Hypothese sollte untersucht werden: Je stärker sich der Franken aufwertet, desto schwächer die Performance des SPI. Ist dies so zu belegen oder ist das Gegenteil der Fall?

3. Welchen speziellen Einfluss hatten die Einführung des fixen Wechselkurses im Jahr 2011 und dessen Aufhebung im Jahr 2015?
4. Was passierte mit der Frankenstärke gegenüber anderen Währungen während der Zeit, als am fixen Wechselkurs festgehalten wurde?
5. Welchen Einfluss hat die Aussenhandelssensitivität auf den Zusammenhang der Frankenstärke zu SPI-Performance?

### **1.3. Vorgehen und Resultate**

Im ersten Teil der Arbeit wird der Aussenhandel der Schweiz thematisiert. Dabei ist die Schweiz mit ihrem Handelsbilanzüberschuss klar als exportorientiertes Land einzustufen. Ausserdem wird erläutert, dass die wichtigsten Handelspartner Länder aus der Eurozone sind: Ungefähr die Hälfte der Exporte geht in die Eurozone. Die Exporte machen ein wenig mehr als 30 % des BIPs der Schweiz aus, die Importe liegen quotenmässig leicht darunter.

Im Weiteren werden die Beurteilungen und Einschätzungen der Mitglieder des SNB-Direktoriums zusammengefasst. Es werden Referate aus verschiedenen Zeitpunkten zwischen 2005 und 2016 ausgewählt und in chronologischer Reihenfolge vorgestellt. Dabei betonte Jordan (2005), dass eine leichte Aufwertung des Frankens stattgefunden hatte. Dies geschah nicht als Resultat der Geldpolitik, sondern wegen des starken Produktivitätsfortschritts der schweizerischen Exportwirtschaft. Hildebrand (2007) nannte strukturelle Faktoren, die Safe-Haven-Rolle des Frankens und die Geldpolitik als Bestimmungsgründe für den Wechselkurs. Der Safe-Haven-Effekt zeichnet sich dadurch aus, dass Investoren in Krisenzeiten sich mit Anlagen in einer stabilen Währung wie dem Schweizer Franken absichern. Dies erhöht die Nachfrage und die Währung wird in kurzer Zeit stark aufgewertet. Er beschrieb eine relative Abschwächung des Frankens als Anlagewährung, warnte jedoch davor, die Safe-Haven-Rolle zu unterschätzen. Auch Roth (2007) schloss den Effekt der Safe-Haven-Rolle nicht aus, erachtete es jedoch zunächst als unwahrscheinlich, dass sich der Franken aufwertet. Er hält fest: Prognosen zu Wechselkursverläufen sind laut Studien nahezu unmöglich, Bewegungen nach oben oder nach unten geschehen zufällig.

Jordan (2009) beurteilte die Lage neu und stellte fest, dass eine massive Aufwertung des Schweizer Franken stattgefunden hatte. Diese beruhte einzig und allein auf der Safe-Haven-Rolle und spiegelte nicht die realwirtschaftlichen Entwicklungen wider: Die SNB musste massiv mit Interventionen am Devisenmarkt eingreifen, um schlimmere Folgen für die

Wirtschaft zu verhindern. Wichtig ist, dass die Safe-Haven-Rolle mit der Aufwertung des Frankens in einer Krise die Konjunktur zusätzlich abbremst. 2010 blieb die Lage laut Hildebrand mit Unsicherheiten behaftet. 2011 wertete sich der Franken aufgrund von den Krisen im Euroraum massiv auf, und die SNB musste mit einem Mindestkurs reagieren (Schweizerische Nationalbank (2012)). 18 Monate später nahm Jordan (2013) in seinem Referat «Starker Franken und hoher Ertragsbilanzüberschuss» abermals Stellung dazu. Er betonte, dass die SNB den Franken nicht auf Kosten anderer Länder schwäche, ihre Geldpolitik sei nicht auf die Ertragsbilanz ausgerichtet. Diese werde auch nicht vom Wechselkurs beeinflusst, sondern von internationalen Entwicklungen. Eine graduelle Aufwertung des Frankens, die längerfristig erfolgt, könne die Wirtschaft bewältigen. Die abrupte plötzliche Aufwertung führe hingegen in eine Deflation und Rezession. In einem weiteren Referat aus dem Jahr 2015 erklärte Jordan dann die Aufhebung des Mindestkurses im Januar desselben Jahres. Die verschiedenen geldpolitischen Ausrichtungen in der USA und in der Eurozone hatten dazu geführt, dass der Mindestkurs nicht mehr haltbar war. Die Risiken einer Erhaltung waren zu gross. Negative Zinsen auf Sichtguthaben und weitere Interventionen der SNB am Devisenmarkt bleiben Instrumente, um die erneute Aufwertung abzufedern (Jordan (2015)).

Beim Studium der bisherigen Literatur zu diesem Thema werden die Arbeiten von Ma und Kao (1990) sowie von Entorf (1999) genauer analysiert. Ma und Kao (1990) beschreiben zwei mögliche Effekte von Wechselkursen auf Aktienmärkte. Der «economic exposure» sieht bei exportorientierten Ländern einen positiven Zusammenhang zwischen Aktienkursen und der Abwertung der inländischen Währung. Der Effekt des «transaction exposure» ist vom absoluten Wert des Wechselkurses abhängig und nicht von dessen Veränderung. Die Verflechtung des Aussenhandels ist hierbei nicht ausschlaggebend. Demnach geht eine Aufwertung der eigenen Währung mit höheren Aktienkursen einher. Entorf (1999) zeigte mit Hilfe von rollenden Regressionen auf, dass die Beziehung zwischen Wechselkursen und Aktienmärkten mit den jeweiligen Export- und Importanteilen zusammenhängt.

Beim empirischen Teil wird mit Regressionen über die ganze Zeit, Regressionen in den jeweiligen Zeitfenstern sowie mit den jeweiligen Wechselkursen als Regressoren gerechnet. Zum Schluss wird die Methode der rollenden Regressionen angewandt. Alle Berechnungen werden mit dem Programm R Studio durchgeführt. Es zeigt sich über die gesamte betrachtete Zeitperiode ein positiver Zusammenhang zwischen den Returns des Wechselkurses CHF/EUR und dem Return der SPI-Performance. Die Erwartungen für die exportorientierte Schweiz

wurden erfüllt. Eine Abwertung des Schweizer Franken geht laut Modell mit steigenden Aktienkursen des SPI einher. Die Finanzkrise – und damit verbunden die Safe-Haven-Rolle – spiegelte sich im Zeitfenster 2 (2007 bis 2009) mit einem Beta von 2 wider. Der Safe-Haven-Effekt, der prozyklischer Natur ist, wie es Jordan (2009) beschreibt, wird hier verdeutlicht. Während der Zeit des Mindestkurses stellt sich wie erwartet kein signifikanter Zusammenhang ein.

Aus den Returns der Wechselkurse zum Britischen Pfund und US-Dollar ergeben sich kleinere Werte für die Betas und auch niedrigere adjustierte Bestimmtheitswerte. Trotzdem ergibt sich auch hier bis auf das Zeitfenster 4 grösstenteils ein positiver signifikanter Einfluss.

Die rollenden Regressionen zeigen die zeitlichen Schwankungen besser. Es wird dadurch auch ein positiver Zusammenhang zwischen der Wechselkursbewegung zum Euro und dem SPI gezeigt, der jedoch nicht zeitstabil ist und eine zeitdynamische Entwicklung verfolgt. Die höheren Volatilitäten der geschätzten Betas für alle Wechselkurse sind ungefähr ab 2007 beobachtbar. Die Betaschätzer für die CHF/EUR-Returns weisen immer positive Werte auf, was die engere Verflechtung mit der Eurozone unterstreicht.

Bei den Returns der anderen beiden Wechselkurse kommen auch negative Werte vor. Diese Entwicklung kann mit dem Mindestkurs erklärt werden. Dieser ist ausschliesslich auf den Euro ausgerichtet, und trotz Korrelationen zwischen den Wechselkursen sind unterschiedliche Einflüsse auf den SPI nicht auszuschliessen. Ausserdem kann das «transaction exposure» gegenüber dem «economic exposure» zeitweise überwiegen.

Die Untersuchung bezüglich einer Unterteilung nach Unternehmensgrössen ergab für die Unternehmen im Index SPI Extra einen schwächeren Zusammenhang. Die Wechselkurse hatten laut Schätzung einen schwächeren Einfluss auf die Performance von kleineren Firmen. Diese werden eher im Inland tätig sein und nicht direkt und in gleicher Weise wie die global ausgerichteten Unternehmen von Wechselkursänderungen betroffen sein.

Als Resultat lässt sich beurteilen, dass die empirische Untersuchung den Effekt des «economic exposure» bestätigt. Die Exportorientierung des Landes bedingt, dass eine Aufwertung der inländischen Währung sich negativ auf den Aktienmarkt auswirkt. Hält man allerdings sich den gesamten Zeitraum vor Augen, so zeigen sich für 2016 höhere Aktienkurse und eine stärkere Währung. Diese Entwicklung steht für die Effekte des «transaction exposure». Für den letzteren Effekt sind strukturelle Faktoren verantwortlich, vor allem die kompetitive Exportindustrie der Schweiz, die graduelle Aufwertungen des

Schweizer Frankens mit sich bringt. Die Safe-Haven-Rolle verstärkt das «economic exposure». Die Geldpolitik bekämpfte allerdings die abrupte Aufwertung über die Jahre hinweg. Welcher Effekt überwiegt, hängt von der betrachteten Periode ab. Kurzfristig ist das «economic exposure» ausschlaggebend, langfristig das «transaction exposure» mit Hilfe der Geldpolitik der SNB.