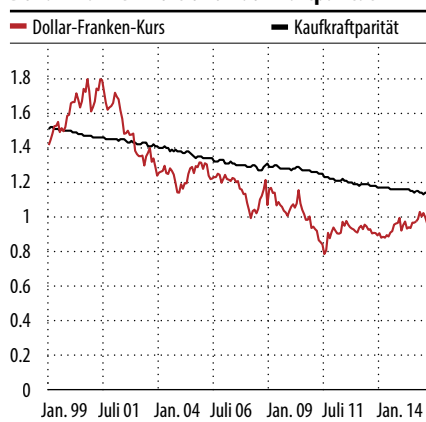


Währungseffekte hinterlassen tiefe Spuren

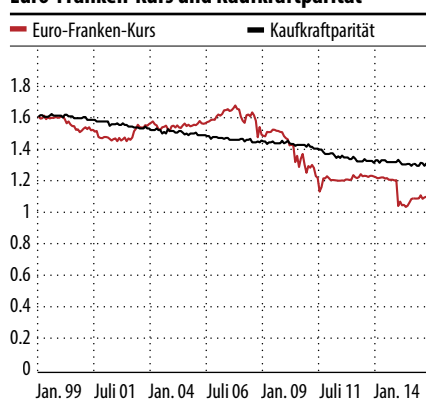
SCHWEIZ Im Jahr 2015 haben negative Wechselkurseinflüsse fast das gesamte Umsatzwachstum zunichtegemacht. Absicherungsstrategien haben Grenzen.

Dollar-Franken-Kurs und Kaufkraftparität



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, IS

Euro-Franken-Kurs und Kaufkraftparität



Quelle: Bloomberg / Grafik: FuW, IS

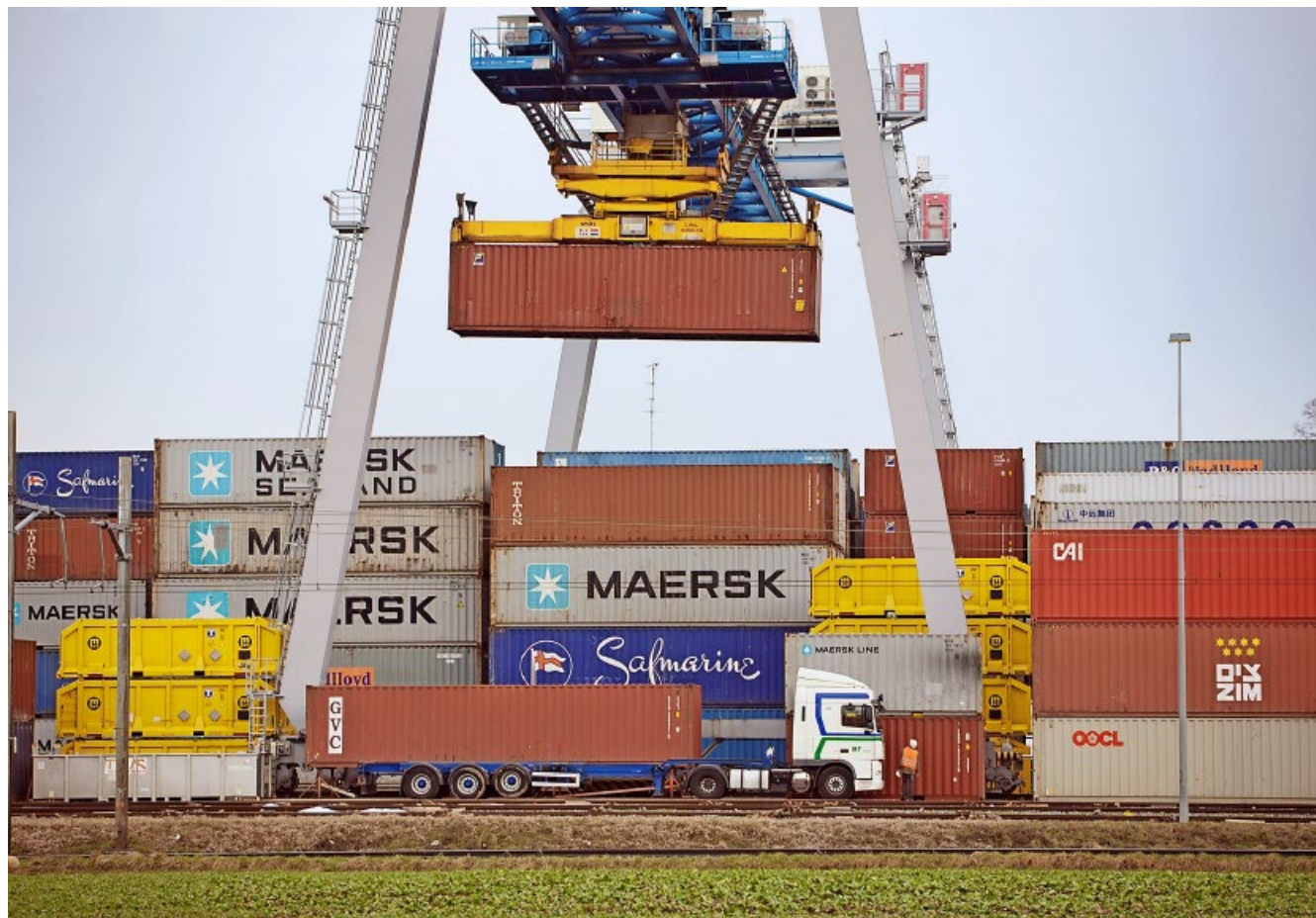


BILD: BRANNO DE LANGHEITSTONE

Werden Währungsräume überschritten, spielt der Güterumschlag eine Rolle – wie hier am Standort Frenkendorf im Dreiländereck.

GABRIELA NAGEL UND BEAT AFFOLTER

Für Schweizer Unternehmen war 2015 ein besonders herausforderndes Jahr. Die Aufgabe des Euromindestkurses hat tiefe Spuren in den Jahresrechnungen hinterlassen. Einen Eindruck davon vermitteln die Zahlen, die das Beratungsunternehmen IFBC aus den Jahresberichten und den Medienmitteilungen von 114 kotierten Schweizer Nichtfinanzunternehmen ermittelt hat. So wiesen die untersuchten Gesellschaften im Schnitt einen negativen Währungseffekt von -4,9% auf dem Umsatz aus. 77 Gesellschaften hatten sich dazu geäußert. Praktisch das gesamte währungsberichtigte Umsatzwachstum von durchschnittlich 5,2% wurde durch den erstarkten Franken kompensiert.

Auch die bilanziellen Währungsumrechnungsdifferenzen, unter IFRS als Cumulative Translation Adjustments (CTA) erfasst, zeigen die Auswirkungen der aktuellen Wechselkursituation. CTA entstehen hauptsächlich aus der Umrechnung von ausländischen Vermögenswerten in die Berichtswährung. Sie werden direkt im Eigenkapital verbucht und erst bei einer Veräusserung der zugehörigen Vermögenswerte in der Erfolgsrechnung gezeigt. Bei den 72 Unternehmen, welche die CTA explizit ausweisen, stiegen die negativen Umrechnungsdifferenzen kumuliert um rund 9 Mrd. Fr. und betragen im Durchschnitt im Verhältnis zum Eigenkapital bereits 26%, nach 19% im Vorjahr.

Obwohl das Jahr 2015 besonders einschneidend war, müssen Schweizer

Unternehmen nicht erst seit dem 15. Januar 2015 mit dem Währungsrisiko und einem latenten Aufwertungsdruck auf den Franken umgehen. Der US-Dollar sank beispielsweise seit 1982 von über 2 Fr. je Dollar auf aktuell weniger als 1 Fr., und der Euro, der 1999 mit etwa 1.60 Fr. pro Euro notierte, wird heute bei noch knapp 1.10 Fr. gehandelt. Bereits diesen Kursentwicklungen mussten Schweizer Unternehmen mit herausfordernden Produktivitätssteigerungsprogrammen entgegenwirken.

Kaufkraftparität beachten

Für eine langfristige Beurteilung muss neben dem eigentlichen Wechselkursverhältnis auch die Kaufkraftparität berücksichtigt werden. Sie basiert auf dem realen Gütermarkt mit den jeweiligen Produktivitätssteigerungen und Inflationsdifferenzen und entspricht folglich einem realen Wechselkurs. Im Fall des Frankens und der erwähnten Währungen haben sich die Kaufkraftparitäten in die gleiche Richtung bewegt wie die Wechselkurse selbst (vgl. Grafiken).

Das bedeutet, dass die konstante Aufwertung des Frankens über die Zeit durch unterschiedliche Inflationen und Produktivitätsfortschritte teilweise kompensiert werden konnte. Bezogen auf den Euro besteht aber nach wie vor eine signifikante Abweichung zwischen der Kaufkraftparität und dem tatsächlichen Wechselkurs, was die häufig zitierte Überbewertung des Frankens und den gegenwärtig besonders ausgeprägten

Leidensdruck der Schweizer Unternehmen begründet.

Während die Kaufkraftparität ein gutes Bild von der Wirtschaft insgesamt abgibt, sind die Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen beträchtlich. Dies zeigt eine Analyse der Warenexporte durch das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco). Auf einzelne Produkte, wie z.B. Medikamente und Luxusuhren, reagiert der Weltmarkt weniger preissensitiv als auf andere, sodass es in diesen Bereichen möglich ist, negative Wechselkurseffekte zumindest teilweise durch Preiserhöhungen aufzufangen. Die Pharmaindustrie konnte ihren Export zwischen den Jahren 2000 und 2014 fast verdreifachen, die Uhrenindustrie immerhin noch verdoppeln. Deutlich unter der Frankenstärke leidet jedoch die Maschinenindustrie, die in derselben Zeitperiode einen Exportrückgang von 16% hinnehmen musste. Sie ist einerseits einer hohen Preissensitivität ausgesetzt und weist andererseits wohl auch nur beschränktes Potenzial zu Produktivitätssteigerungen auf.

Der langfristige Aufwertungsdruck und das Wechselkursrisiko werden die

Bruttogewinnrechnung im Exportgeschäft

(Wirbelsäulenimplantat, Produktion in der Schweiz, Export nach Deutschland ¹)		
in Fr.	1€ = 1.20 Fr.	1€ = 1.05 Fr.
Umsatz	252,00	220,50
Selbstkosten	185,00	185,00
Bruttogewinn	67,00	35,50
Bruttogewinnmarge in %	26,6	16,1
Margenverlust in Prozentpunkten		10,5

¹ Faktura 210 € Quelle: IFBC, ZHAW

Schweizer Unternehmen auch in Zukunft beschäftigen. Neben weiteren Produktivitätssteigerungen kommen exponierte Unternehmen nicht um das Festlegen einer Absicherungsstrategie umhin. In der Analyse muss dabei sorgfältig unterschieden werden zwischen dem Translationsrisiko (durch Umrechnung von Jahresrechnungen von Tochtergesellschaften in die Konzernwährung), kurzfristigen Absicherungen bestehender Geschäfte (sogenanntes Transaktionsrisiko) und langfristigen Absicherungen erwarteter Cashflows (ökonomisches Risiko, vgl. Glossar).

Risikoprofil variiert

Insbesondere bei der Absicherung von erwarteten Cashflows werden die Komplexität sowie die Grenzen einer Absicherungsstrategie ersichtlich. Zwar kann ein Unternehmen mit Absicherung eine gewisse Zeit zu fixierten Konditionen offerieren und einkaufen, am Ende der Laufzeit der Absicherung sind jedoch neue Termingeschäfte auf einem neuen Kursniveau abzuschliessen. Folglich kann sich ein Unternehmen dem fundamentalen Aufwertungsdruck auch mit Absicherung längerfristig nicht entziehen. Es kann mittelfristig aber Schwankungen glätten und wertvolle Zeit erkaufen, um sich auf das neue Wechselkursniveau vorzubereiten.

Ein beispielhafter Medizintechnikhersteller würde allein durch die Wechselkursänderung 10,5 Prozentpunkte Marge verlieren (vgl. Tabelle). Dem Unterneh-

Glossar

- **Ökonomisches Risiko:** Der Begriff beschreibt das Risiko von Wertänderungen von erwarteten zukünftigen Cashflows und wird auch als Wettbewerbsrisiko bezeichnet. Eine Absicherung lässt sich teilweise mit Termingeschäften umsetzen, ist jedoch stark unternehmensspezifisch.
- **Transaktionsrisiko:** Es umfasst das Risiko von Wechselkursveränderungen auf bereits fixierte Cashflows. Eine Absicherung mit Termingeschäften bewirkt die Sicherung bestehender Margen. Die buchhalterischen Folgen aus den Termingeschäften sind sorgfältig zu analysieren bzw. mit der Anwendung von Hedge Accounting, einer per saldo erfolgsneutralen Verbuchung von Absicherungsgeschäften, abzufedern.
- **Translationsrisiko:** Der Begriff beschreibt das Umrechnungsrisiko auf Fremdwährungspositionen in der Bilanz und der Erfolgsrechnung. Es ist abhängig vom Ausmass der internationalen Präsenz der Unternehmen. Je nach Wahl der Bilanzierungsmethode fällt die Höhe des Effekts in der Bilanz anders aus. Eine Absicherung lässt sich mit Finanzinstrumenten, aber auch über die Finanzierung in Fremdwährung bewerkstelligen und schützt in der Regel das Eigenkapital.

men obliegt es nun zu entscheiden, ob es diese Risiken tragen kann und will oder ob eine Absicherung angebracht ist. Spätestens nach Ablauf der allenfalls eingegangenen Absicherung sieht sich das Unternehmen aber sowieso mit der neuen Wechselkursrealität konfrontiert.

Bei der Absicherung des ökonomischen Risikos sind zudem auch die Konkurrenzunternehmen mit ihren spezifischen Währungs- und Absicherungssituationen relevant. Sichert ein Unternehmen mit Euro-Einkauf und Franken-Verkauf das Währungsrisiko ab, die Konkurrenz aber nicht, weist das abgesicherte Unternehmen im Vergleich zu Mitbewerbern ein anderes Risikoprofil auf, das nicht per se günstiger ist als bei nicht abgesicherten Unternehmen. Längerfristig betrachtet geht es entsprechend um das Wechselspiel zwischen Sicherheit und Flexibilität unter Berücksichtigung der meist komplexen Konkurrenzsituation.

Es wäre deshalb gefährlich, Absicherungsgeschäfte rein technisch und isoliert zu betrachten. Es bedarf einer wohlüberlegten und klaren Absicherungsstrategie, um sich durch Absicherungsgeschäfte nicht noch höhere Risiken aufzuladen.

– Prof. Dr. oec. publ. Gabriela Nagel ist Professorin für Financial Management und leitet das Zentrum für Accounting und Controlling der ZHAW School of Management and Law.

– Dr. Beat Affolter ist Senior Advisor bei IFBC, einem Beratungsunternehmen spezialisiert auf Corporate Finance und finanzielle Unternehmensführung.

Kurznotiert

Valartis verringert Verlust: Die in Nachlassstundung befindliche Valartis Group hat im Geschäftsjahr den Konzernverlust auf 58,4 Mio. Fr. eingedämmt, nach einem Verlust von 73,3 Mio. im Vorjahr. Die laufende Sanierung belastete das Ergebnis – sowohl die Verkäufe der österreichischen und der Liechtensteiner Tochter als auch Wertminderungen auf den weitergeführten Geschäftsteilen führten zu Verlusten. Nach der Sanierung will sich die Bank neu ausrichten.

Komax ergänzt das Portfolio: Der Anbieter von Maschinen für die Kabelverarbeitung verstärkt den Bereich Bandagiertechnik mit dem Kauf der deutschen Kabatec. Der Broker Helvea-Baader schätzt den Umsatz auf 10 Mio. Fr., rund 3% der Komax-Gesamteinnahmen. Die Marge dürfte derjenigen von Komax entsprechen. Bereits im März hatte Komax die im selben Geschäft verankerte Ondal Tape Processing übernommen.

Leserbriefe

Eigenkapital

FuW Nr. 39 vom 18. Mai

Professor Fama hat insofern Recht: Keiner aus seiner Ökonomenzunft sah die Subprime-Krise voraus, er ebenfalls nicht. Doch allein die sechs erfolgreichsten Hedge-Fund-Manager erzielten 2008 Gewinne von über 50 Mrd. \$. Das waren jedoch keine satten Professoren mit lebenslanger Anstellung, sondern hungrige Finanzhaie. Warren Buffett ist auch nicht eine von 10 Mio. aufgeworfenen Münzen, sondern einer von vielleicht 100 Grossanlegern. Und er behielt auch nicht zehn Mal Recht, sondern Dutzende Male über einen Zeitraum von fünf Jahrzehnten. Hier noch von Zufall zu sprechen, kann nicht ernst gemeint sein.

Dass aber 25% Eigenkapital für Grossbanken nichts kosten sollen, ist lächerlich. Wer als Aktionär Geld ins risikoreiche Bankgeschäft steckt, will mindestens

12% Rendite. Bei 25% Eigenkapital für Grossbanken und 15% für alle anderen Banken müsste die Zinsmarge auf gegen 4% steigen. Heute liegt sie in der Schweiz bei 2%. Die Zusatzkosten für die Volkswirtschaft lägen bei über 20 Mrd. Fr. jährlich. Dieses Geld sparen wir uns seit Jahrzehnten, weil wir von den Banken viel weniger Eigenkapital verlangen.

Diese effektiv erzielten Einsparungen von 20 Mrd. Fr. pro Jahr jedoch einzutauschen gegen ein etwas sichereres Finanzsystem, das notabene bislang noch nie völlig versagt hat (die Rettung der UBS hat der Schweizerischen Nationalbank und dem Bund 5 Mrd. Fr. Gewinn gebracht, keine Verluste), auf diese Idee kann wirklich nur ein Universitätsprofessor kommen.

Und noch zur Fonds-Idee von Fama: Wenn jeder nur noch in Indexfonds investiert, können Finanzhaie mit immer weniger Geld die Kurse an den Börsen beliebig manipulieren, vor allem weil alle diese Indexfonds ihre Aktien den

Leerverkäufern billig als Security Lending zur Verfügung stellen. «Dümmer geht nimmer» oder anders ausgedrückt: Theorien sind das eine, die Wirklichkeit etwas ganz anderes.

ROLF ROTHACHER, Eptingen

Grundeinkommen

FuW Nr. 37 vom 11. Mai

Die Initianten für ein bedingungsloses Grundeinkommen führen unter anderem an, dass ein grosser Teil der Arbeit wegfällt wird. Es ist sicherlich richtig, dass sich einiges verändern wird. In der Zukunft wird es wohl keine Taxi-, Bus- und Lastwagenfahrer geben, viele Büroisten und Detaillisten werden durch die Digitalisierung verdrängt. Selbst komplexe Aufgaben in der Medizin, dem Management oder der Juristerei werden durch Standardisierung resp. künstlicher

Intelligenz Entlastungen erfahren. Damit ein festes Einkommen für alle zu gewährleisten, funktioniert aber schlichtweg nicht, weil damit die Arbeit per se bestraft wird. Arbeit wird es auch in Zukunft geben. Informatik wird noch bedeutender, für handwerkliche Ausführungen werden nach wie vor Menschen gebraucht, die Freizeitindustrie wird noch mehr an Bedeutung gewinnen. Zudem wird ein Teil des Produktivitätsgewinns in erhöhter Freizeit resultieren.

Dies soll aber in der Form von einer Reduktion der Arbeitszeit respektive Erhöhung der Urlaubstage geschehen. Die Reduktion des Rentenalters wäre grundfalsch, weil somit das bedingungslose Einkommen zumindest für einen Teil der Bevölkerung noch vermehrt ausgebaut würde. Die Finanzierung der Rentner ist heute schon ein grosses Problem. Deshalb Ja zur Arbeit, Ja zur Leistung, aber Nein zur Initiative.

MARIUS ZIMMERMANN, Küssnacht