

# «Taucht das Ausland, tauchen wir mit»

**Klaus Wellershoff** Der Wirtschaftsexperte rechnet mit einer globalen Rezession. Im Gespräch erklärt er, wieso es die Schweizerische Nationalbank vermasselt hat und was Kleinanleger nun beachten müssen.

**Jorgos Brouzos**  
und **Armin Müller**

**Herr Wellershoff, kommen wir gleich zur Sache: Gibt es eine Rezession?**  
Ja, die Wahrscheinlichkeit dafür ist sehr gross geworden.

**Damit widersprechen Sie den meisten Prognostikern. Warum?**  
Ich glaube, es fängt alles beim Konsum an. In vielen Ländern hat sich die Stimmung der Menschen drastisch verschlechtert. In den USA haben wir die tiefsten Werte, die je gemessen wurden. Die Menschen haben während der Pandemie die Konjunktur mit einem sehr starken Güterkonsum angetrieben. Das läuft noch einen Moment, doch die Inflation zieht dieser Entwicklung allmählich den Stecker, und die Unternehmen stehen vor einer deutlich tieferen Nachfrage.

**Und was bedeutet das?**  
Die Konsequenzen sind für die einzelnen Staaten unterschiedlich. Aber ich denke, dass sich das Wachstum massiv verlangsamt. In den USA gab es im ersten Quartal schon kein Wirtschaftswachstum mehr.

**Und wie sieht es in Europa aus?**  
Das Gesamtbild sieht ähnlich aus wie in den USA. Europas Konjunktur ist aber langsamer aus der Corona-Rezession gekommen. Vielleicht ist die Situation sogar schwieriger, weil die USA bei der Inflation wohl schon den Höhepunkt erreicht haben, Europa aber noch nicht. Die grosse Frage ist: Wie geht es mit den Gaspreisen weiter? Das wird die privaten Haushalte viel Kaufkraft kosten.

**In der Schweiz brummt der Konsum. Die Leute gehen in die Ferien, in den Restaurants muss man reservieren, die Läden sind voll. Von einer Krise ist nichts zu spüren.**  
Die Ruhe vor dem Sturm?

**Meinen Sie?**  
Wir haben tatsächlich einen Sonderfaktor, den Schweizer Franken. Dank der tieferen Inflationsrate sind unsere Unternehmen gegenüber den ausländischen Konkurrenten wettbewerbsfähiger geworden. Die ausländische Konkurrenz musste die Preise stärker anheben als die Schweizer Firmen. Das hilft unserer Konjunktur.

**Geht die Rezession an der Schweiz vorbei?**  
Wenn sich die Wirtschaft im Ausland abkühlt, dann werden wir das auch spüren. Der Zusammenhang der Wirtschaftsentwicklung zwischen der Schweiz und Deutschland ist viel enger als der zwischen der Schweizer Textilindustrie und der hiesigen Pharmabranche. Wenn das Ausland taucht, tauchen wir mit.

**Viele Schweizer Experten sind aber noch positiv gestimmt. Sind die Schätzungen für das Wirtschaftswachstum zu hoch?**  
Darauf gibt es keine einfache Antwort. Denn es gibt auch noch eine strukturelle Frage: Werden wir dauerhaft höhere Inflationsraten haben als in der Vergangenheit und damit unausweichlich



«Im Vergleich zum Jahresende 2021 sind wir heute 20 Prozent ärmer»: Klaus Wellershoff. Foto: Ela Çelik

ein höheres Zinsniveau? Und da sind wir in der Schweiz verletzlicher als andere.

**Warum?**  
Höhere Zinsen bedeuten, dass die Preise unserer Anlagen sinken und auf einem tieferen Niveau stagnieren werden. Das gilt für Obligationen und Aktien bis hin zu den Immobilien. Alles wird an Wert verlieren. Ein permanent höheres Zinsniveau bedeutet tieferes Vermögen, das heisst letztlich auch: Wir können uns weniger leisten.

**Die Nationalbank hat den Leitzins Mitte Juni von -0,75 auf -0,25 erhöht. Exporteure und Gewerkschaften haben das als übertrieben kritisiert.**  
Die Kritik ist komplett unbegründet. Im Gegenteil, die Nationalbank hinkt der Marktentwicklung hinterher. Die Zinsen für Bundesobligationen sind seit Jahresanfang anderthalb Prozentpunkte gestiegen, und die Nationalbank hat den Geldmarktzins gerade mal

**«Ein höheres Zinsniveau bedeutet tieferes Vermögen, das heisst auch: Wir können uns weniger leisten.»**

um ein halbes Prozent erhöht. Der Zinsentscheid ist weder inflationsdämpfend, noch wird er einen konjunkturellen Effekt haben. Ich glaube, ein Leitzins von -0,25 Prozent fördert die Inflation. Die Nationalbank ist zu spät.

**Der Leitzins müsste schon jetzt positiv sein?**  
Auch wenn wir nur die Inflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise anschauen, sind wir jetzt schon bei einem Wert von knapp 2 Prozent. Bei einer Geldpolitik, die die Inflation bekämpft, müsste der Zins darüberliegen.

**Die Entschuldigung, dass die Nationalbank nicht vor der Europäischen Zentralbank die Zinsen erhöhen konnte, lassen Sie nicht gelten?**  
Historisch gesehen war das nicht so. Das Argument, die Zinsdifferenz bestimme die Stärke eines Wechselkurses, ist empirischer Nonsense. Natürlich muss die Nationalbank auch auf den Wechselkurs schauen. Der könnte ja sogar zu ihrem Freund werden. Wenn sich der Franken aufwertet, dämpft das bei uns die Inflation, und unsere Kaufkraft steigt im Ausland. Das hilft der Nationalbank. Sie hat sich dabei allerdings selbst ausgebremst.

**Wie?**  
Indem sie ihre Bilanz mit ausländischen Anlagen vollgestopft hat. Das ist das Resultat der Devisenmarktinterventionen. Anfang Jahr hielt sie ungefähr 1000 Milliarden Franken ausländische Wertpapiere. Wenn sich der Franken aufwertet, verlieren diese Anlagen an Wert.

## Der Wirtschaftsberater

Klaus W. Wellershoff ist seit 2009 Verwaltungsratspräsident der Wirtschaftsberatung Wellershoff & Partners. Zuvor war er zwölf Jahre Chefökonom des Schweizerischen Bankvereins und der UBS. Er unterrichtet Nationalökonomie an der Universität St. Gallen. (red)

## Dann hat die Nationalbank Buchverluste.

Wieso Buchverluste? Die sind real.

## Die Nationalbank muss die Papiere ja nicht verkaufen.

**Es sind zum grossen Teil sichere Staatsanleihen, die werden dereinst zurückbezahlt.**  
Aber bei der Rückzahlung wird der Euro weniger wert sein als heute. Das bringt enorme Verluste und könnte zur Folge haben, dass die Nationalbank viel Vertrauen verspielt, ihr Eigenkapital aufbraucht und Bund und Kantone zur Rekapitalisierung gezwungen werden. Aber die könnten das gar nicht. Es ist ein Albtraum, der da entstanden ist.

**Die einzige Frage, welche die Politik zurzeit interessiert, ist die Ausschüttung der Milliardengewinne.**  
Die wird es so nicht mehr geben. Vielleicht reicht es dieses Jahr noch, aber langfristig wird die Nationalbank kein Geld für grosse Ausschüttungen haben.

**Die Nationalbank stellt sich auf den Standpunkt, dass ihr Zweck nicht die Finanzierung der Kantone ist und ihre Bilanz nicht dafür da ist, um Gewinne ausschütten zu können.**  
Das ist auch richtig so. Für die Finanzierung der Staatsausgaben haben wir Steuern.

## Warum hat sich die SNB aus Ihrer Sicht so verrannt? Hat die Exportwirtschaft zu viel Gewicht?

Ich glaube, es gab nach der Finanzkrise eine gewisse Eigendynamik. Da hat die Nationalbank viel zu früh angefangen, am Devisenmarkt zu intervenieren. Sie ist politisch unter Druck geraten, den Franken abzuschwächen. Die letzten Jahre haben gezeigt, dass sie wesentlich weniger unabhängig ist, als sie es eigentlich sein müsste.

## Welche Risiken entstehen aus den steigenden Zinsen für den Immobilienmarkt?

Zum Glück reagiert der Immobilienmarkt relativ träge, und die Akteure sind meist sehr vorsichtig. Die Mieterinnen und Mieter haben zudem den Vorteil, dass die gestiegenen Zinsen erst mit grosser Verzögerung von ein, zwei Jahren bei ihnen ankommen. Sie können sich darauf vorbereiten. Aber ja, für Neumietern kann es schwierig werden.

## Und für die Hyposchuldner?

Für die Eigenheimbesitzer bedeutet es eine höhere Zinsbelastung. Wenn man, wie vom Regulator vorgeschrieben, mit Kosten von 4 oder 5 Prozent gerechnet hat, haut einen das nicht um. Vergessen aber sollte man die Erwar-

tung, dass die Immobilienpreise immer weiter steigen werden und man daher nicht amortisieren müsste. Und die professionellen Immobilieninvestoren müssen ganz grundsätzlich umdenken. Die Renditen, zu denen im Augenblick noch Projekte gebaut und entwickelt werden, sind zu tief.

## Sinken die Preise?

Die Preise für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser werden das wohl reflektieren müssen.

## Erwarten Sie eine Wiederholung der Immobilienkrise von Anfang der 1990er-Jahre?

Da war die Situation ganz anders. Die Leute haben Häuser gekauft, weil sie dachten, sie könnten sie sofort zu höheren Preisen weiterverkaufen. Das ist nicht vergleichbar. In den letzten Jahren hatten wir extrem niedrige Zinsen, und das ist jetzt vorbei. Die Leute werden über die Bücher gehen müssen. Für die Preise bin ich nicht so pessimistisch, aber es hat trotzdem enorme wirtschaftliche Auswirkungen.

## Warum?

Die hypothekarische Verschuldung ist unglaublich angestiegen. Es wäre naiv, zu glauben, es habe keinen Effekt, wenn jetzt die Zinsen steigen und die Immobilienpreise eben nicht mehr. Die 10-jährige Hypothek gibt es jetzt zu 3 Prozent und nicht mehr unter 1 Prozent. Die Menschen müssen ihre Pläne anpassen.

## Das heisst?

Die Leute werden weniger konsumieren, zum Beispiel weniger reisen. Über die Inflation und die gestiegenen Zinsen haben wir seit Anfang Jahr eine Vernichtung des Finanzvermögens von ungefähr 2 Prozent erlebt. Im Vergleich zum Jahresende 2021 sind wir heute 20 Prozent ärmer.

**Was bedeutet das für die Pensionskassen, die vor allem in Immobilien und Finanzanlagen investiert sind?**  
Wenn die Vermögen der Pensionskassen deutlich gesunken sind, dann hat das Auswirkungen auf die Renten.

**Was soll der Kleinanleger tun?**  
Einer meiner Söhne sagt immer: Am Ende ist der Kleinsparer der Gelackmeierte. Für Sparer ist das eine ganz schwierige Phase. Solange die Nationalbank die Inflation nicht bekämpft, trifft das die Kleinsparer ganz besonders. Ich verstehe nicht, dass wir sie im Regen stehen lassen mit dieser Geldpolitik.

**Immerhin der Arbeitsmarkt läuft rund. Wir haben Vollbeschäftigung, viele Stellen können nicht besetzt werden.**  
Für den gesellschaftlichen Zusammenhalt ist diese Entwicklung gesund. Es gibt eine grosse Verschiebung in der Ungleichheit. Die Vermögen in Finanzanlagen und Immobilien werden kleiner. Da braucht es keine steuerlichen Eingriffe, das macht der Markt. Auf der anderen Seite haben Berufseinsteiger und weniger Qualifizierte endlich die Chance auf höhere Löhne.