

## Die W&P Current Perspectives: Geldpolitik in der Sackgasse

Der in den vergangenen Tagen erfolgte Anstieg der Kapitalmarktzinsen hat zu einer massiven Vernichtung von Finanzvermögen geführt. Der Zinsanstieg ist die Folge des jüngst beobachteten drastischen Anstiegs der Kernraten der Inflation. Dieser wiederum ist das Resultat einer jahrelang zu expansiven Geldpolitik der Zentralbanken. Diese können dem Inflationsanstieg kaum etwas entgegenhalten, weil ein noch drastischer Zinsanstieg eine neuerliche Finanzkrise auslösen würde. // Klaus W. Wellershoff

In den vergangenen Tagen ist es von weiten Teilen der Öffentlichkeit unbemerkt zu einem deutlichen Zinsanstieg im Kapitalmarkt gekommen. In der Folge haben Obligationenanlagen deutlich an Wert verloren. Die Grafik gibt den Verlauf des Wertes von Schweizer Staatsanleihen wieder. Selbst als sehr sicher geltende Obligationen haben im Jahresverlauf bereits mehr als 15 Prozent an Wert verloren.

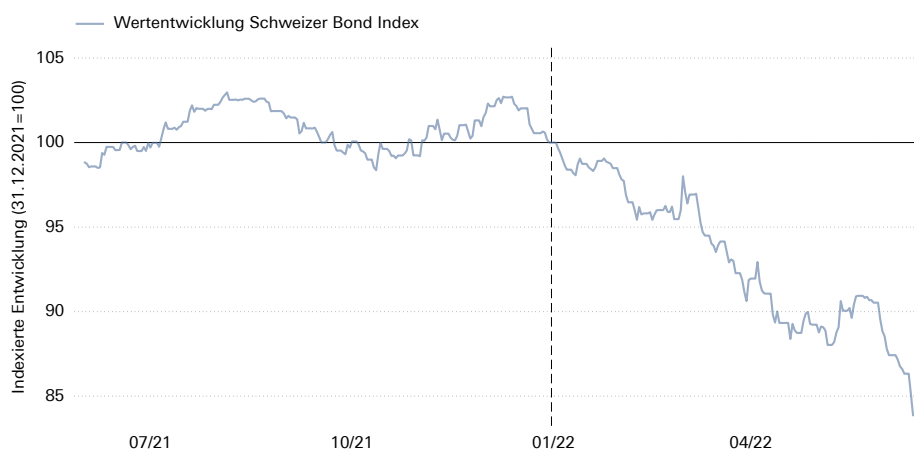
In anderen Ländern ist die Entwicklung sehr ähnlich. Während in der Schweiz die Zinsen für zehnjährige Staatsanleihen seit dem Jahresbeginn um 1.8 Prozentpunkte gestiegen sind, beobachten wir einen Zinsanstieg in Deutsch-

land von 1.9 und in den USA von 2.0 Prozentpunkten. Dabei ist aktuell besorgniserregend, dass die Kapitalmarktzinsen in diesen Ländern nur schon in den letzten zwei Wochen um mehr als 0.7 Prozentpunkte gestiegen sind.

### Expansive Geldpolitik führt zu Inflation...

Hintergrund der Entwicklung ist die allzu lang sorglose Geldpolitik der Zentralbanken. Diese hat gepaart mit der teilweise mehr als grosszügigen Fiskalpolitik der Regierungen zu einer starken Übernachfrage insbesondere nach Gütern geführt. Diese abnormal hohe Nach-

**Grafik 1: Wertentwicklung Schweizer Staatsanleihen**



Die Grafik gibt die Wertentwicklung des Marktes für Schweizer Staatsanleihen wieder (SBI Domestic All Maturities). Dabei ist das Jahresende 2021 auf 100 indexiert. Deutlich ist, dass die Verluste auf den so sicher geglaubten Staatsanleihen in diesem Jahr mit über 15 Prozent exorbitant gross waren.

---

frage ist auf eine im Güterbereich immer schon wenig flexibles Angebot gestossen. Lieferkettenengpässe aufgrund von Corona-Massnahmen und der russische Überfall auf die Ukraine haben das Angebot weiter verknappt und zusätzlich zu einem starken Energiepreisanstieg geführt.

Tatsächlich ist die Inflation so stark gestiegen, dass es auch für die sorglosesten Zentralbanken kaum noch möglich erscheint, weiterhin das Zinsniveau tief zu behalten. So entbehren zum Beispiel die von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) stur beibehaltenen Negativzinsen heute jeglicher ökonomischen Logik. Weder erscheint eine weitere Stimulierung der Nachfrage durch tiefe Zinsen, noch eine Verteidigung des mittlerweile real unterbewerteten Frankens sinnvoll. Dafür in Kauf zu nehmen, dass z.B. eine vorsichtige Anlagestiftung auf ihrer Liquidität nicht nur den Kaufkraftverlust durch die Inflation erleidet, sondern auch noch einen negativen Zins entrichten muss, ist nicht nachvollziehbar. Tatsächlich hat diese Politik insbesondere die institutionellen Anleger wie Pensionskassen oder Versicherungen in einem Zeitpunkt in die Finanzmärkte getrieben, in denen eine erhöhte Liquiditätshaltung die richtige Anlagestrategie gewesen wäre.

#### **... und massiven Vermögensverlusten...**

Dies ist umso schwerwiegender, weil durch den jüngsten Zinsanstieg auch andere Anlageklassen an Wert verlieren. So sind weltweit die Aktienmärkte dieses Jahr ebenfalls mit einem Verlust von über 15 Prozent konfrontiert und auch Immobilienfonds haben zweistellige Wertminderungen eingefahren. Nimmt man den Kaufkraftverlust durch die Inflation hinzu, müssen wir heute feststellen, dass private Haushalte und institutionelle Anleger auf ihren Anlagen in nicht einmal einem halben Jahr real gut ein Fünftel ihres Vermögens verloren haben.

#### **... und bedroht die Finanzstabilität**

Natürlich hinterlässt dieser Zinsanstieg auch Spuren im Finanzsystem. Da im Gegensatz zu allen Beteuerungen seit der Finanzkrise die weltweite Verschuldung weiter stark angestiegen ist, erscheint es als unwahrscheinlich, dass ein solcher Vermögensverlust für den Finanzsektor verdaubar ist. Ebenso unwahrscheinlich

erscheint, dass die starke Zinsänderung durch jede Bank wirklich so weggesteckt werden kann. Es gibt wohl kaum ein Risikomodell in einer Bank, das einen so grossen Zinsanstieg, wie wir ihn aktuell erleben, als Stresstest modelliert hat.

Zusammengefasst müssen wir feststellen, dass wir nun schlagartig mit den Kosten der expansiven Geldpolitik der Zentralbanken konfrontiert sind. Für die Zentralbanken selbst entsteht dabei ein Dilemma: Ihr erster Auftrag wäre es wohl, über eine drastische Erhöhung der Geldmarktzinsen die Konjunktur in eine Rezession zu führen, damit die Inflation nicht ausser Kontrolle gerät. Davor haben sich die Zentralbanken aus gutem Grund bisher gescheut.

Ein zusätzlicher starker Zinsanstieg bei den Geldmarktsätzen würde wohl zu einem weiteren Ansteigen der Kapitalmarktzinsen führen. Dieser wiederum könnte sowohl das Finanzsystem destabilisieren als auch zu noch massiveren Vermögensverlusten bei Pensionskassen, Versicherungen, Banken und der breiteren Bevölkerung führen. Vor ein solches Dilemma gestellt, lässt sich erwarten, dass die Zentralbanken – auch die Schweizerische Nationalbank – sich nur sehr halbherzig für eine Bekämpfung der Inflation entscheiden werden. Damit aber ist vorprogrammiert, dass die Inflationsraten der Zukunft deutlich höher sein werden, als die in der Vergangenheit.

Letztlich mag es den Zentralbanken so gelingen eine neuerliche Finanzkrise noch zu vermeiden. Langfristig werden sich die Zinsen aber dem höheren Inflationsniveau anpassen müssen. Über die Inflation werden so die Vermögens- und Einkommensverluste, die heute manchem noch temporär erscheinen, permanent zu tragen sein. Die Geldpolitik hat uns damit direkt in eine Sackgasse geführt: Die Politik des billigen Geldes kommt uns auf Dauer teuer zu stehen.

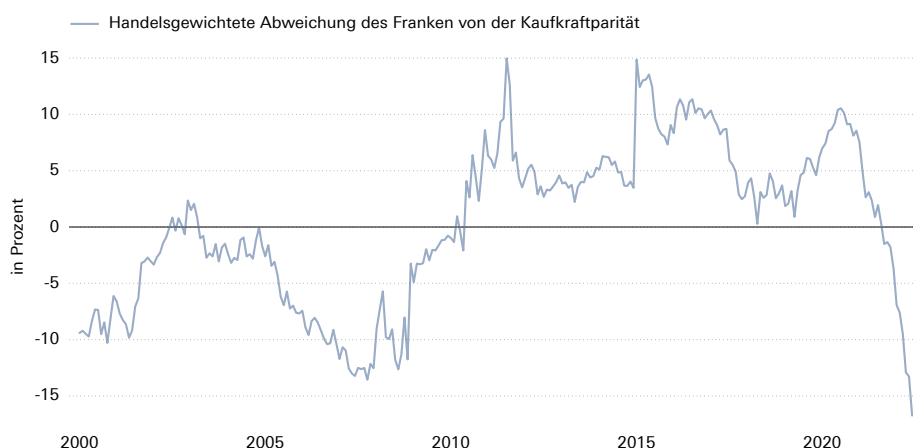
### Massive Verluste auf Devisenreserven der Nationalbank erwartet

Zu Jahresbeginn verfügte die SNB über ca. 1000 Mrd. Franken an Devisenreserven und ein Eigenkapital von 200 Mrd. Franken. Diese sind investiert in ein Portfolio, das zu 25 Prozent aus Aktien und 75 Prozent aus zins-tragenden Anlagen wie Obligationen besteht. Bei einem Kursrückgang von 15 Prozent auf den Aktien ergä-be das einen Verlustbeitrag von 40 Mrd. Bei einem aufgrund der unterdurchschnittlichen Laufzeiten der ge-haltenen Obligationen konservativ geschätzten Kursrückgang von 8 Prozent, wären das noch einmal 60 Mrd. an Verlust oder insgesamt gut 100 Mrd. Franken. Zum Glück hat sich der US-Dollar um gut 8 Prozent seit Jah-resbeginn aufgewertet, was eine positive Wertveränderung von gut 30 Mrd. Franken zur Folge hatte. Da sich der Euro zum Franken seitwärts entwickelt hat, ergibt sich die Erwartung, dass die SNB in diesem Jahr ak-tuell etwas mehr als ein Drittel ihres Eigenkapitals verloren hat.

Eine Aufwertung des Frankens könnte diese Verluste massiv vergrössern. Sollte sich der Franken gegen-über Dollar und Euro um je 13 Prozent aufwerten, wäre das Eigenkapital der SNB verschwunden. Durch die- se überschlagsmässige Rechnung wird deutlich, dass aufgrund der massiven Devisenmarktinterventionen der SNB der Vergangenheit ein Eigeninteresse der Nationalbank daran entstanden ist, dass der Franken sich nicht weiter aufwertet.

Dies ist umso bemerkenswerter, weil die SNB auch in den vergangenen Quartalen immer wieder am De- visenmarkt interveniert hat, obwohl der reale Wechselkurs deutlich gefallen und die Schweizer Wirtschaft gut gewachsen ist. Fast scheint es, als hätte die SNB nicht nur einen Teil ihrer Unabhängigkeit durch ihre viel zu lang verfolgte Wechselkurspolitik aufgegeben, sondern auch den Grundstein für dauerhaft höhere Inflation gelegt.

Grafik 2: Handelsgewichtete Überbewertung des Frankens



Die Grafik stellt dar, wie sich der Franken relativ zu einem für die Exporteure wettbewerbsneutralen Wechselkurs (Kaufkraftparität) entwickelt hat. Tatsächlich fällt dieser Kurs, weil die Schweizer Produzentenpreise deutlich langsamer steigen als die unserer Handelspartner. Die Wettbewerbsfähigkeit Schweizer Unternehmen hat also deutlich zuge- nommen.

Quelle: Penn World Tables, Wellershoff & Partners

---

## Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

## Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Autoren // Klaus W. Wellershoff, klaus.wellershoff@wellershoff.ch  
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich  
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.  
Redaktionsschluss: 15. Juni 2022