

## Die W&P Current Perspectives: Geldpolitik immer noch expansiv

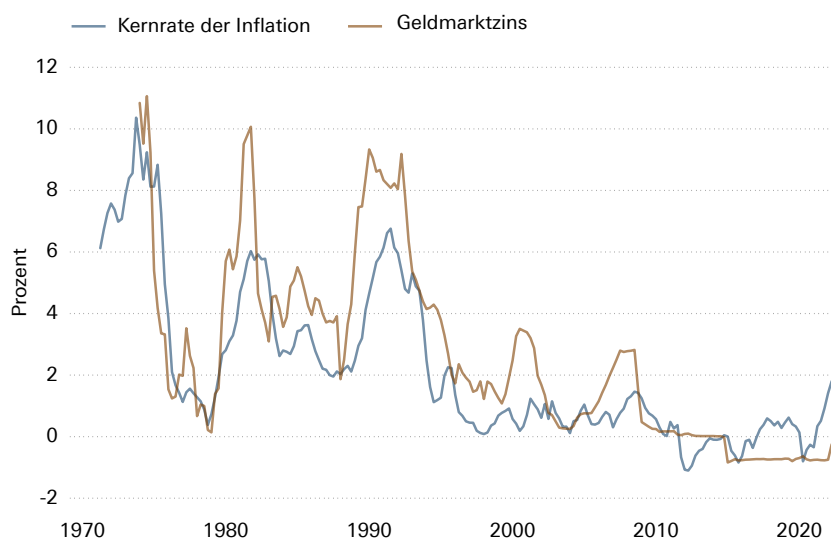
Die jüngste Zinserhöhung der Schweizer Nationalbank (SNB) hat unmittelbar die Kritik von Seiten der Gewerkschaften und von exportorientierten Unternehmen ausgelöst, die SNB würde leichtfertig die Konjunktur gefährden. Das Gegenteil ist der Fall. Die Geldpolitik ist immer noch aussergewöhnlich expansiv und riskiert weitere Probleme an der Inflationsfront. // Klaus W. Wellershoff

**«Geldpolitik kann nicht zwei Ziele zugleich verfolgen. Einen schwächeren Franken gibt es nur zum Preis von Inflation.»**

Mitte Juni hat die SNB den Leitzins von -0.75 auf -0.25 Prozent angehoben. Die Medien haben diesen Schritt als Zins- oder sogar Zeitenwende betitelt. Die Gewerkschaften nahmen die Zinserhöhung zum Anlass der SNB ihre Besorgnis für Konjunktur und Arbeitsplätze angesichts der als riskant empfundenen Kehrtwende in der Geldpolitik zu verkünden. Und auch von Seiten der Exportunternehmer waren kritische Töne - teils jenseits der Sachlichkeit - zu vernehmen. Wie aussergewöhnlich ist denn nun, nüchtern betrachtet, die Kehrtwende in der Geldpolitik? Und, wie geht es mit den Zinsen weiter?

Ein Blick auf die historische Entwicklung von Inflation und dem von der SNB gesteuerten Geldmarktzins macht deutlich, dass das eigentlich Ungewöhnliche an der augenblicklichen Situation nicht ist, dass die Zinsen der Schweiz durch die Währungshüter bereits zu schnell zu hoch angesetzt worden sind. Aussergewöhnlich scheint dagegen der Bruch in der Geldpolitik zu sein, den wir seit dem Zeitpunkt der Aufhebung der Untergrenze im Wechselkurs im Jahr 2015 erlebt haben.

**Abbildung 1: Konsumentenpreisinflation und Geldmarktzinsen der Schweiz**



Die Grafik gibt die Entwicklung der, um Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigten, Konsumentenpreisinflation und der Geldmarktzinsen der Schweiz wieder. Die «alte» SNB hat ihre Zinspolitik eng an der Inflationsentwicklung orientiert. Bis zur Aufhebung der Untergrenze des Wechselkurses zum Euro lag die Differenz zwischen Zins und Inflation (Realzins) bei +1. Die «neue» SNB betreibt eine fast lupenreine Wechselkurspolitik. Aktuell treibt der reale Zins bei -2 Prozent die Konjunktur eher an, als dass er bremst.

Quelle: SECO, IMF, Wellershoff & Partners

---

### **SNB hat mit ihrer Vergangenheit gebrochen**

Seit der Aufhebung der fixen Wechselkurse des Nachkriegswährungssystem hatte die SNB tatsächlich die jeweiligen Geldmarktzinsen sehr eng an den Inflationsraten orientiert. Betrachtet man die historischen Durchschnitte von Inflation und Geldmarktzins stellt man fest, dass in dieser Zeit der Geldmarktzins im Schnitt 1 Prozentpunkt über der Inflation gelegen ist. Dieser positive, sogenannte Realzins resultierte insbesondere, weil die SNB in fünf Episoden die Realzinsen besonders hoch angesetzt hatte, um Inflation zu bekämpfen. Im Schnitt dieser Phasen, in denen die Geldpolitik bewusst die Konjunktur gebremst hat, lagen die Realzinsen bei 3 Prozent.

Seit Aufhebung der Untergrenze des Wechselkurses hat sich das Verhältnis von Inflation und Geldmarktzins stark verändert. In den vergangenen sieben Jahren ist es nicht nur normal geworden, dass die Geldmarktzinsen im negativen Bereich liegen. Auch die, um die Inflation bereinigten, Geldmarktzinsen sind deutlich negativ geworden. Im Schnitt der letzten sieben Jahre betragen diese gerade einmal -1 Prozent.

Diese Entwicklung lässt sich relativ einfach damit erklären, dass die SNB auch nach der Aufhebung der Wechselkursuntergrenze eine einseitig auf den Wechselkurs ausgerichtete Geldpolitik betrieben hat. So ist allein in diesem Zeitraum die Basisgeldmenge der Schweiz aufgrund von Devisenmarktinterventionen um über 400 Mrd. Franken angewachsen. Gleichzeitig wurde die SNB nicht müde zu betonen, dass der negative Geldmarktzins notwendig wäre, um eine weitere Aufwertung des Frankens zu verhindern.

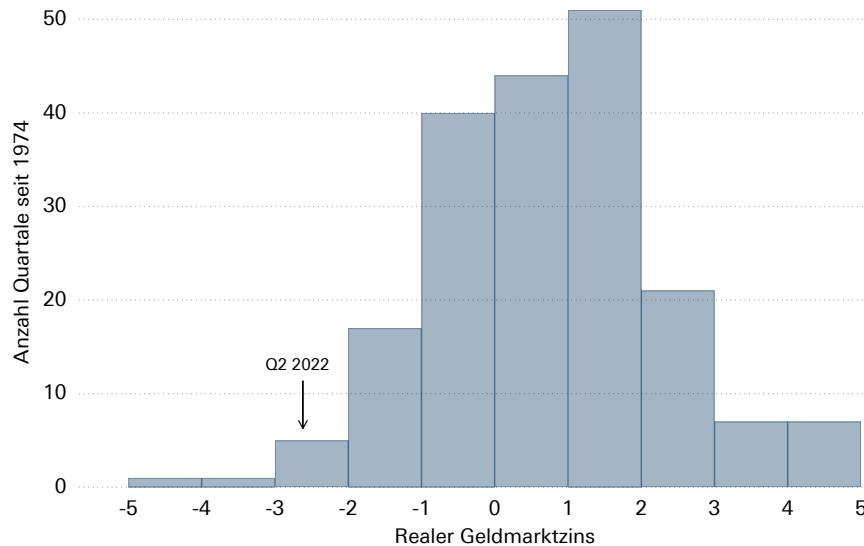
Wie ist nun der Zinsschritt der SNB von Mitte Juni zu beurteilen? Ganz offensichtlich ist in der jüngsten Zeit aufgrund der steigenden Inflationsentwicklung der Realzins in der Schweiz gefallen. Noch zum Jahresanfang lag dieser bei -1.7 Prozent also unter dem Durchschnitt der letzten Jahre. Seitdem ist die Inflation kräftig weiter gestiegen. Tatsächlich sogar um mehr als das halbe Prozent, um das die SNB die Zinsen angehoben hat. Mit anderen Worten: Trotz Zinserhöhung sind die Realzinsen gefallen.

### **Geldpolitik immer noch expansiv**

Tatsächlich liegen die Realzinsen, wenn man nicht die volatile Gesamtinflation, die stark durch Energie- und Nahrungsmittelpreise geprägt ist, sondern die Kerninflation zugrunde legt, mit unter -2 Prozent weit entfernt, von dem, was in früheren Zeiten als kontraktive Geldpolitik bezeichnet wurde. Oder anders ausgedrückt: Die aktuelle Geldpolitik wirkt nicht negativ auf die Konjunkturaussichten, sondern ist gemessen am Zins immer noch als expansiv zu bezeichnen. Die von Gewerkschaften und Exporteuren geäußerten Sorgen scheinen daher komplett unbegründet.

Damit soll nicht gesagt sein, dass wir uns keine Sorgen über eine mögliche neuerliche Rezession machen sollten. Tatsächlich ist die Wahrscheinlichkeit einer Weltrezession in den vergangenen Monaten erdrückend gross geworden. Diese Rezession kommt aber nicht aufgrund der Geldpolitik der SNB, sondern eher trotz der immer noch auf den Wechselkurs ausgerichteten Nationalbank. Tatsächlich sind aktuell die Schweizer Konjunkturaussichten und Konjunkturdaten im Vergleich zum europäischen Umfeld relativ gut. Die wirkliche Sorge muss also sein, dass die SNB mit ihrer sehr zögerlichen Anpassung der Zinsen an die Realitäten der Inflationsentwicklung riskiert, dass der Inflationsanstieg deutlich weiter geht und länger anhält als es eigentlich nötig gewesen wäre.

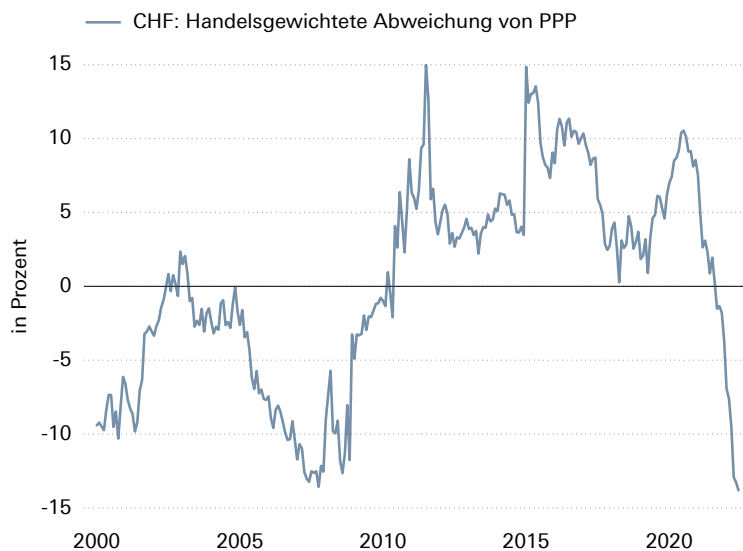
Abbildung 2: Historische Verteilung der Realzinsen



Quelle: SECO, IMF, Wellershoff & Partners

Die Grafik gibt die historische Verteilung der Realzinsen der Schweiz seit 1973 wieder. Aktuell liegen die Realzinsen trotz Zinserhöhung so tief, wie selten zuvor. Die Geldpolitik ist damit auf keinen Fall dazu angetan die Konjunktur zu verlangsamen. Historisch «normal» wären aktuell Geldmarktzinsen deutlich über der Inflation, also im Bereich von +3 Prozent und mehr.

Abbildung 3: Handelsgewichtige Überbewertung des Franken



Quelle: SECO, IMF, Wellershoff & Partners

Die Grafik gibt die handelsgewichtete Überbewertung des Franken wieder. Aktuell ist der Franken unterbewertet, weswegen die Konjunkturindikatoren in der Exportindustrie trotz weltweit gewachsener Rezessionsorgen immer noch gut aussehen. Angesichts der bei uns tieferen Inflation als im Ausland müssen wir aber mit einer allmählichen Aufwertung des Frankens rechnen.

---

## 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: 29. Juni 2022