

«Für Notenbanken ist Rezession Teil der Lösung – und nicht des Problems»

Klaus Wellershoff im Interview über weitere Kursabschläge an der Börse, die Stärke des Frankens und die Frage, warum Kryptogeld nichts taugt.

Tim Höfinghoff

Müssen wir bald mit einem Börsencrash rechnen?

Der Aktienmarkt hat dieses Jahr erhebliche Taucher gemacht vor dem Hintergrund deutlich gestiegener Zinsen. Die Aussichten auf Unternehmensgewinne sind weltweit noch positiv, aber das passt nicht dazu, dass China in der Rezession ist, Europa in die Rezession geht und die USA wohl ebenso. Das birgt das Risiko, dass wir nochmals Rückschläge am Aktienmarkt sehen.

Wie tief fallen die Kurse?

In den drei grossen Marktkorrekturen der vergangenen fünfzig Jahre, in den 1970ern, dann im Rahmen der Finanzkrise 2008 und auch bei der Dotcomblasenkorrektur, gab es Kursrückgänge von 40 bis 50 Prozent. Wir sind derzeit bei etwa der Hälfte.

Also noch ein langer Weg nach unten.

Die Zinsen sind noch nicht da, wo sie mittelfristig hingehören, zumindest wenn man den Zentralbanken zuhört: Sie wollen die Inflation bekämpfen. Und das kann man nicht, solange die Zinsen tiefer als die Kernraten der Inflation sind. Die Zinsen werden weiter steigen.

Klaus Wellershoff

Der Ökonom Klaus Wellershoff ist Gründer und Verwaltungsratspräsident von Wellershoff Partners und Honorarprofessor an der Universität St. Gallen. Bekannt ist er auch als ehemaliger Chefökonom der Grossbank UBS. Wellershoff schreibt regelmässig als Kolumnist für die Rubrik «Freie Sicht» in der Handelszeitung.

Machen die Notenbanken einen guten oder schlechten Job?

Ihre Aufgabe ist Preisstabilität vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Selbst wenn man die hohen Steigerungen bei den Energiepreisen rausnimmt und nur die Kernrate der Inflation betrachtet, kann man nicht von Preisstabilität reden. Sie haben ihren Auftrag nicht ausreichend erfüllt.

Wie müssten sie reagieren, ohne dass eine weltweite Rezession entsteht?

Für Notenbanken ist Rezession Teil der Lösung, nicht Teil des Problems. Wir sind global in einer Situation, in der immer noch mehr Güter nachgefragt als produziert werden können. Somit wird es schwer sein, die Inflation in Richtung der historischen Ziele zu bewegen.

Geld kostet wieder etwas, Negativzinsen sind vorbei. Was sind die Folgen?

Wir haben deutlich negative Realzinsen. Die weiter steigenden Zinsen werden bei allen Anlagen dazu führen, dass sie an Wert verlieren. Anleger müssen sich darauf einstellen, dass die hohen Vermögenszuwächse der Vergangenheit nur temporär gewesen sind.

Wie agiert die SNB und was sind die Aussichten für den Franken?

Die SNB hat sich zuletzt stark um den Wechselkurs gekümmert und diese Phase scheint hinter uns zu liegen. Die SNB wird sich nun wohl wieder der Preisstabilität als ihrem obersten Ziel zuwenden. Das wird schwer, weil eine tiefere Inflation als im Ausland auch bedeutet, dass der Franken weiter aufwerten wird. Das vernichtet aber früher oder später das Eigenkapital der SNB, weil sie durch ihre Wechselkurspolitik gigantische Auslandsanlagen angehäuft hat. Solange die SNB an der Börse gehandelt wird und sie ihre Anlagen zu Marktpreisen bewerten muss, droht ein enormer Glaubwürdigkeitsverlust. Man sollte die SNB von der Börse nehmen.

Es heisst oft, die Schweiz komme besser durch die Krise. Stimmt das?

Das ist sehr wahrscheinlich. Die Inflationsentwicklung in vielen Ländern hängt mit der Ausweitung der staatlichen Budgets während Corona zusammen. Wir haben in der Schweiz vorsichtiger gehandelt. Hinzu kommt: Der starke Franken dämpft die Inflation der importierten Güter. Ebenso sind unsere Preise oftmals niedriger, weil es hierzulande so viele administrierte Preise gibt. So kommt bei uns der Inflationsanstieg etwas später. Das heisst: Die Inflation wird auch in der Schweiz zu Jahresanfang 2023 deutlich höher liegen als heute, jedoch tiefer als im europäischen Ausland und den USA.

Wohin entwickelt sich der ohnehin schon starke Dollar?

Manche Währungen neigen zu Übertreibungen. Vor der Finanzkrise 2008 sahen wir das auch beim Euro-Franken-Kurs, als der Euro zu stark war. Nun machen Übertreibungen den Dollar zu einer extrem starken Währung. Das wird nicht so bleiben. Auch im Dollar sind die Inflationsraten sehr hoch. Der Franken sollte sich in den nächsten zwei, drei Jahren gegenüber dem Dollar sehr deutlich aufwerten können.

Derweil macht die Credit Suisse weltweit Schlagzeilen. Droht bei den Banken abermals ein Lehman-Effekt, der das globale Finanzsystem in die Krise stürzt?

Das gesamte Finanzsystem steht unter Stress. Wir erleben eine Diskussion um die Kreditwürdigkeit der CS, die sich in hohen Kreditausfallprämien zeigt. Aber dies trifft auch für andere Banken in Europa und den USA zu. Wenn die Zinsen, wie bisher geschehen, in sehr kurzer Zeit stark steigen, werten sich die Aktiva der Banken im Schnitt schneller ab als die Passiva. Das drückt aufs Eigenkapital der Banken. Wenn Notenbanken die Zinsen so schnell steigen lassen und die Märkte so erratisch auf Fragen der Rezession reagieren, ist die Wahrscheinlichkeit einer neuen Finanzkrise sehr hoch.

Gibt es weitere Herausforderungen, die Ihnen Kopfschmerzen bereiten?

Seit einem Jahr rollt eine Inflationswelle, die schon vor dem Ukraine-Krieg begonnen hat und auf die die Notenbanken zu spät reagiert haben. Ausserdem sind die Kapitalmarktzinsen weit weg von der Kerninflationsrate, die man in Zukunft erwarten sollte. Die

Folge: Es wird noch erhebliche Anpassung bei den Vermögenspreisen geben. Es wurden schon knapp 20 Prozent des weltweiten realen Finanzvermögens vernichtet dieses Jahr. Dieser Prozess ist nicht abgeschlossen. Das hat Folgen für die gesamte Gesellschaft: die kapitalgedeckte Altersvorsorge, die Bilanzen von Versicherern und Banken. Und: Was dürfen wir in Industrienationen vom Staat erwarten in Zeiten hoher Staatsverschuldung? In der Finanzkrise und während Corona wurde den Bürgern und Bürgerinnen suggeriert, dass der Staat alles richten kann. Das war falsch.

Wie bringt man seine Assets in Sicherheit?

Das ist schwierig. Der Anstieg des Zinsniveaus trifft alle Anlageklassen. Als Anlegerin oder Anleger muss man realistisch sein, was man erwarten darf, und akzeptieren, dass wir in den vergangenen zehn Jahren in aussergewöhnlichen Zeiten gelebt haben. Alles in allem gilt: Breit diversifizieren und nicht darauf vertrauen, dass irgendjemand besonders gut die Zukunft prognostizieren kann. Und darauf achten, im derzeitigen Umfeld keine allzu grossen Finanzmarktrisiken einzugehen.

Wie entwickelt sich der Schweizer Immobilienmarkt?

Auch am Markt für Wohnimmobilien wird das höhere Zinsniveau nicht spurlos vorbeigehen. Allerdings wächst die Nachfrage nach Wohnraum aufgrund anhaltender Zuwanderung und weiter sinkender Haushaltsgrösse weiter. Das stützt die Preise. Doch wenn die Zinsen im Hypothekarmarkt bald vielleicht bei 3 oder 4 Prozent sind, werden die Preise für viele Immobilien nach unten angepasst werden müssen.

Derweil hoffen viele Kryptofans darauf, dass ihre Anlagen bald wieder viel mehr wert sind.

Das Hauptargument gegen die Kryptowelt ist: Wenn es wirklich eng wird im Finanzsystem, also wenn wir sehen, dass Menschen die staatlichen Währungen durch Kryptogeld ersetzen, dann würden Kryptowährungen sofort verboten. Kein Staat kann sich erlauben, dass die eigene Währung substituiert wird, das würde zu Hyperinflation führen. Dennoch spielen viele Anbieter mit den Hoffnungen der Kryptoanleger,

zumal sich gut Geld damit verdienen lässt. Als Gesellschaft sollten wir Kryptowährungen nicht zu hoch bewerten.