

Wellershoff: «Aktien werdens schwer haben»

Von Marc Forster

cash: Die Kritik an der Europäischen Zentralbank (EZB), dass deren Tiefzinspolitik gesellschaftliche Auswirkungen habe und den Euro-Skeptizismus auch politisch antreibe – halten Sie diese Kritik für gerechtfertigt?

Klaus Wellershoff: Die EZB hat sich in Teilen ihrer Politik von jenem entfernt, was die Gründer des Euro einmal vorgesehen hatten. Die Anleihenkaufprogramme, die auch Staatsanleihen umfassen, sind schon sehr dicht an der Defizit-Finanzierung dran. Zumindest tragen sie dazu bei, die Defizite finanzierbarer zu machen. Das hat Kritik hervorgerufen und die EZB trägt sicherlich eine gewisse Mitschuld an der gegenwärtigen politischen Entwicklung.

Müsste die EZB ihre Politik also ändern?

Ich denke, der deutsche Bundesbankpräsident Jens Weidmann, der die Anleihenkaufpolitik wiederholt kritisiert hat, würde als EZB-Chef auch nicht viel anders handeln als der aktuelle EZB-Präsident Mario Draghi. Die politischen Zwänge sind einfach real. Die Welt lässt sich nicht auf dem Reissbrett lenken, wie sich das Ökonomen manchmal vorstellen.

Sind die Zentralbanken schon an ihre Grenzen gestossen?

Zentralbanken haben sehr viel getan, ich will da nicht übermässig kritisch erscheinen. Ohne deren Interventionen wäre die Finanzkrise grösser und schwerer geworden. Die wichtigsten Instrumente sind jetzt aber ausgereizt.

Aber wie lange kann diese Politik noch weitergehen?

Das Beispiel der Schweizerischen Nationalbank zeigt, dass Zentralbanken wesentlich weniger politisch unabhängig sind als wir uns das gewünscht und vorgestellt hatten. Das Beispiel zeigt auch, dass man theoretisch ganz viel machen kann, vieles aber politisch nicht möglich ist. Theoretisch hätte man ja so viele Franken drucken können, wie man wollte.

Die SNB hat aber doch zum unpopulären Negativzins gegriffen...

...damit stösst sie aber letztlich nicht nur an eine politische Begrenzung, sondern auch eine rechnerische: Viel weiter negativ geht nicht, sonst würden wir ja den Run auf das Bargeld sehen.

Könnten dann in der Schweiz, wie jetzt schon Deutschland, gesellschaftliche und politische Folgen der Tief- und Negativzinspolitik diskutiert werden, beispielsweise wegen er Auswirkungen auf die Vorsorge?

Man hat vielerorts in der Schweiz, nicht nur bei der SNB, so getan, als hätte eine wechselkursorientierte Politik keine Kosten. Und wenn Ihnen jemand sagt, sie bekämen etwas, aber es koste nichts,

müssen Sie misstrauisch werden. Typisch für Geldpolitik ist, dass sich positive Effekte früh einstellen, und die negativen Effekte spät kommen. Diese negativen Folgen werden jetzt auf uns zukommen, und das wird auch eine breite gesellschaftliche Diskussion auslösen.

Können Sie sich vorstellen, dass damit auch die Zentralbanken ins Visier von Kritikern kommen?

Die Zentralbanken insgesamt, nicht nur die SNB, haben in ihrem Ansehen gelitten. Mit dem Reputationskapital, das die Vorgänger aufgebaut haben, haben sie fürchterlich gewuchert. Sie werden dafür schon einen Preis zahlen müssen.

Von Aktienanlegern wurden die Zentralbanken lange wohlwollend gesehen. Nun sind die Aktienmärkte in Stocken geraten. Was ist Ihr Tipp für Anleger?

Kochen Sie sich eine Tasse Tee oder eine Tasse Kaffee, lehnen Sie sich zurück und überlegen Sie, was Nullzins heisst. Nullzins heisst null Ertrag, Negativzins heisst negativer Ertrag. Ich kriege also nur mehr, wenn ich Risiken eingehe. Über Risiken muss man gut nachdenken und gut diversifizieren.

Also nicht nur Aktien?

'There is no Alternative' war schon 2014 falsch, als Aktien dermassen angepriesen wurden. Obligationen- und Immobilienfonds haben seither Aktien auch schon den Rang abgelaufen. Alles Geld in Aktien zu stecken ist der dümmste Rat, den man den Menschen geben kann.

Mit der Entwicklung des Schweizer Aktienmarktes kann man ja im Moment auch kaum zufrieden sein?

Negative Renditen machen natürlich niemanden zufrieden. Gewichtet nach der Marktkapitalisierung ist die Börse nicht mehr billig. Die Unternehmensgewinne wachsen nur in Europa, überall sonst sind sie rückläufig. Wir müssen davon ausgehen, dass die Inflationsraten in den nächsten Monaten deutlich ansteigen werden, entsprechend werden auch die Zinsen nicht ganz so tief bleiben wie jetzt. Hohe Bewertungen, schrumpfende Gewinne, die Erwartung steigender Kapitalmarkt-Zinsen: Da muss man nicht rechnen, um zu wissen, dass man nicht zufrieden sein kann. Fundamental sieht die Lage eher besorgniserregend aus.

Warum sind steigende Kapitalmarktzinsen so besorgniserregend?

Die wirklich relevanten Zinsen sind ja nicht die Geldmarktsätze, sondern das, was am Kapitalmarkt passiert. Dort spielen Inflationserwartungen eine Rolle. Wir hatten lange eine Phase extrem tiefer Inflationsraten, aber das wird sich nun relativ schnell und drastisch ändern, und da muss man befürchten, dass die Kapitalmarktsätze nach oben gehen.

Wie muss man sich dies in Zahlen gefasst vorstellen?

In den USA müsste man bei konstantem Erdölpreis damit rechnen, dass wir im nächsten ersten Quartal Inflationsraten von über drei Prozent haben. Dann bleibt der zehnjährige Treasury Bond nicht bei einer Rendite von 1,8 Prozent, sondern dann reden wir von 3 oder 3,5 Prozent. Das macht die Situation für die Aktienmärkte sehr

schwer.

Im [cash-Video-Interview](#) nimmt Klaus Wellershoff auch eine Einschätzung zur weiteren Entwicklung des Euro-Franken-Kurses vor. Er sagt zudem, welche Faktoren seiner Meinung nach massgeblich die Abschwächung der Landeswährung begünstigen.

Klaus Wellershoff ist Wirtschafts- und Anlageexperte sowie Verwaltungsratspräsident der von ihm 2009 gegründeten Beratungsfirma Wellershoff & Partners. Davor war er über ein Jahrzehnt lang Chefökonom bei der UBS.

Das Gespräch mit Klaus Wellershoff fand im Rahmen des Exchange Traded Products Day ETPD des Finanzmarktdienstleisters SIX Group statt.

[Hier geht es zum Artikel auf www.cash.ch](http://www.cash.ch)