

MEINUNG

Korrelation des Monats: Warum in den USA eine Zinskurvenkontrolle immer wahrscheinlicher wird

Das Beispiel Japan zeigt, dass die Entschärfung des Schuldenproblems über eine Manipulation der Zinskurve nur mit enormen Begleiterscheinungen zu haben ist. Die japanischen Erfahrungen dürften eine Blaupause für den Westen sein.

Jürg Lutz

01.12.2025, 22.24 Uhr

Haben Sie diesen Tweet von Donald Trump auf dessen Netzwerk «Truth Social» gesehen? Schon der Name suggeriert, dass es sich hier um die Wahrheit handeln muss:

«Jerome <Too Late> Powell, a stubborn MORON, must substantially lower interest rates, NOW. IF HE CONTINUES TO REFUSE, THE BOARD SHOULD ASSUME CONTROL, AND DO WHAT EVERYONE KNOWS HAS TO BE DONE!»

Dieser Ausflug in die hohe Diplomatie belegt die steigende Nervosität nicht nur des amerikanischen Präsidenten, sondern aller globalen Entscheidungsträger über die Richtung der Fiskal- und Geldpolitik. Es ist das Zusammentreffen zweier Elefanten im gleichen Raum, die miteinander nicht können:

Auf der einen Seite der immer brisanter werdende **Verteilungskampf** um die knappen Bundesmittel in den USA, befeuert durch den **Zinsendienst**, der sich Ende 2024 auf 4,1% des BIP belief und fast 14% der Bundeseinnahmen ausmacht, Tendenz schnell steigend. Insofern ist der Wink des Präsidenten mit dem Zaunpfahl verständlich. Auf der anderen Seite die hohen **Zinsen** und die hartnäckige **Inflation**, die nicht weiter sinken will. So ist die durchschnittliche Jahreststeuerung der zwölf wichtigsten entwickelten Länder und Regionen, in die ein Zinsanleger investieren kann, beim beliebten Notenbankziel von 2% abgeprallt und droht wieder zu steigen, definitiv kein Umfeld für weiter fallende Leitzinsen.

Die freundliche Aufforderung Donald Trumps an «seinen» Notenbankchef, die Zinsen zu senken, ist ein Mosaikstein in einer weit grösseren Übungsanleitung, die nur einen Schluss zulässt: Die amerikanische Politik bereitet sich im Zentrum der globalen Finanzarchitektur, im amerikanischen Treasury-Markt, auf eine Operation vor. Es dürfte eine Operation am offenen Herzen werden mit einer ganzen Armada von mit Defibrillatoren ausgerüsteten Assistenzärzten auf der ganzen Welt. Um bei den Metaphern aus der Pathologie zu bleiben: Gemeint ist ein Griff in den Giftschränk, die **Zinskurvenkontrolle**, englisch **Yield Curve Control**. Tönt unverfänglich, dürfte aber die Finanzmärkte in den kommenden Jahren mächtig bewegen.

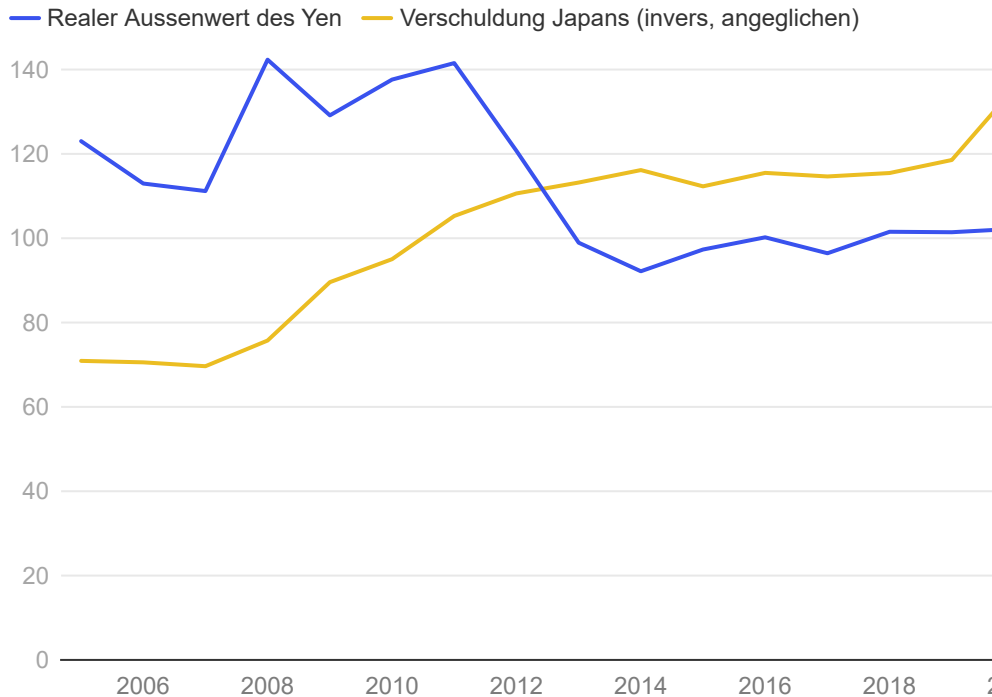
Die Indizien? Die Besetzung des Offenmarktausschusses mit «Tauben», also eingeschworenen Anhängern von Tiefzinsen, das Rausekeln von renitenten «Falken», undurchsichtige Manipulationen der Zinskurve über Emissionen und Rückkäufe, das Promoten von Stablecoins in der Hoffnung, neue Nachfrage für Staatsanleihen zu kreieren, Deregulierung, um Banken zu

zusätzlichen Treasury-Käufen zu verdonnern, Pläne, die Staatsanleihen aus der Leverage Ratio der Banken zu befreien, krude Phantasien über den Einsatz von nuklearen Optionen («Mar-a-Lago»), ja sogar die Installierung des Leibhaftigen persönlich (Stephen Miran) im Zentrum der Notenbank und die nicht enden wollenden Gerüchte über dessen Übernahme des Offenmarktausschusses nach Powell – und vieles mehr.

Für eine Yield Curve Control braucht die Regierung den Sakkurs von **Notenbank und Geschäftsbanken**, am Willen der amerikanischen Entscheidungsträger ist allerdings nicht zu zweifeln. In den Jahren seit Greenspan sind sämtliche geldpolitischen Tabus und Hemmungen gefallen, alles, was in meinem Universitäts-Script (leider vor vielen Jahren) höchstens in Nebensätzen und Fussnoten behandelt worden war, da als abwegig und spekulativ empfunden, hat heute in das orthodoxe Instrumentarium der Notenbanken Eingang gefunden: Nullzinsen, Negativzinsen, Helikoptergeld, Quantitative Easing und Tightening und, ja, dank den Japanern auch die Zinskurvenkontrolle.

Grund genug, das **japanische Experiment mit der Zinskurvenkontrolle** etwas genauer unter die Lupe zu nehmen. Das japanische Dilemma ist das Objekt dieser **Korrelation des Monats**, die alles, was nun folgen wird, in einem aussagekräftigen Chart festhält:

Japan: Schulden und Währung



Grafik: themarket.ch • Quelle: PK Assets, IMF, Citigroup

Die Korrelation des Monats zeigt den Zusammenhang zwischen dem **Verlauf der Staatsverschuldung Japans**, die mit Abstand höchste aller entwickelten Länder, und dem **realen Aussenwert des Yen** gegenüber seinen Handelspartnern, also nach Berücksichtigung der relativen Inflation. Je tiefer dieser Aussenwert, desto «unterbewerteter» gilt eine Währung. Die auf Jahreswerten berechnete Korrelation der letzten zwanzig Jahre liegt bei **-0.64**, ein erstaunlich signifikanter Wert, aber gut begründbar, wie wir sehen werden. Wir kommen in der Folge auf diese Korrelation und ihr Vorzeichen (-) zurück, merken Sie sich aber **folgendes**: Schulden und die Kalamitäten, in die zu hohe Schulden führen, sind nicht förderlich für die Währung; man sagt nicht von ungefähr, die Währung sei die Aktie eines Landes.

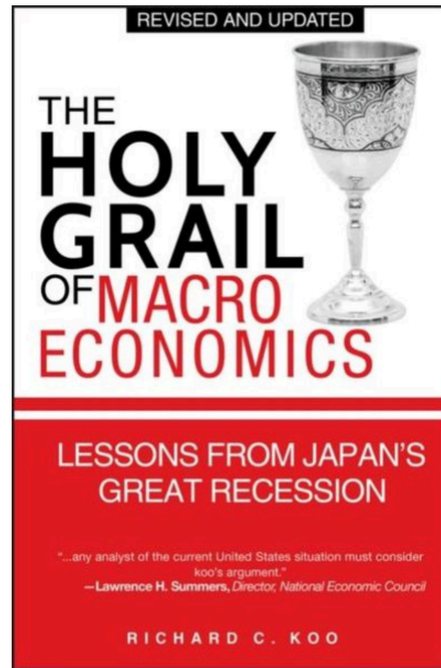
Das Schuldenproblem Japans: selbstverschuldet und unverschuldet

Am Anfang der Ereignisse, die Japan schliesslich zu einer Zinskurvenkontrolle nötigte, war der japanische Aktien-Crash 1989, der eine – wie immer – von der Notenbank durch viel billiges Geld verursachte Finanzblase beseitigte, die sich nach dem Plaza Accord von 1985 zu bilden begann. Die traumatische Episode – der japanische Crash hatte epische Ausmasse – führte in Japan zu einer

Bilanzrezession und einer

Liquiditätsfalle. Die über die Ohren verschuldeten Unternehmen begannen mit dem Schuldenabbau und reagierten deshalb während vieler Jahre nicht auf die immer tieferen Zinsen. Regierung und Notenbank verfügten noch nicht über das Buch von Richard Koo, «The Holy Grail of Macroeconomics», das Standardwerk für die Behandlung von Bilanzrezessionen, das ich nur wärmstens ans Herz legen kann (vgl. Bild rechts).

Die vielen Stimuluspakete der Jahre nach 1989 erhöhten die Verschuldung (Japan hatte 1989 eine Staatsverschuldung von lediglich 65% des BIP), die Fiskalpolitik war aber insgesamt nicht kohärent genug, um die fehlende Nachfrage der mit dem Abbau der Verschuldung begriffenen Unternehmen zu kompensieren. Dazu kamen kontraproduktive Steuererhöhungen.



«The Holy Grail of Macroeconomics»
von Richard Koo

Der zweite Faktor war und ist bis zu einem gewissen Grad unverschuldet: die **Demografie**. Die japanische Bevölkerung, vor allem der werktätige Teil davon, schrumpft, immer mehr Alte müssen von den Jungen finanziert werden, die Gesundheitskosten steigen exponentiell, kurz: Japan befindet sich in dem Prozess, den der Westen noch vor sich hat.

Das macht das Beispiel Japan so wichtig, es kann als **Blaupause für den Westen** dienen, selbst wenn man konzidiert, dass Japan ein eigentümliches Konstrukt ist, das nur schwierig mit dem «Westen» zu vergleichen ist, aber gewisse Gesetzmässigkeiten könnten sich als universell herausstellen.

Japan steckte 2012 mit der bleischweren Hypothek einer **Deflation** also in einer **Sackgasse**. Die Deflation drückte das (nominale) Wirtschaftswachstum unter das Niveau der Schuldzinsen, was zusammen mit den enormen Fiskaldefiziten ein schnelles Wachstum der Schulden zur Folge hatte. 2012 riss Shinzo Abe, der neu gewählte Premierminister, das Steuer herum, lancierte die «**Abenomics**», ein mutiger (oder tollkühner?) Politikmix aus expansiver Fiskalpolitik, ebenso expansiver Geldpolitik sowie Strukturreformen mit dem Ziel, die Deflation zu beenden und die Schulden über Wachstum abzubauen. Es ist das Standardrezept von Politikern, die wiedergewählt werden möchten.

Die **Flucht nach vorn also**, das Fluten der Wirtschaft mit Geld, Fiskalpakete à gogo. Die Emissionen des Staates wurden grösstenteils gleich von der Notenbank gekauft, also monetarisiert. Die Folge: Die Aktienmärkte jubilierten, die Arbeitslosigkeit wurde fast komplett beseitigt. Der Yen wurde geopfert, er mutierte zur Finanzierungswährung weltweiter Carry Trades. Und trotz allem sprangen die Teuerung und die

Reallöhne nicht nachhaltig an. Nebenwirkung der Abenomics: Negative Kapitalmarktzinsen und flache Zinskurven, die Banken und Versicherungen bedrohten, denn eine inverse Zinskurve wurde immer wahrscheinlicher.

2016 wurde nachgebessert, und wie! Es wurde eine **Zinskurvenkontrolle** eingeführt mit der Prämisse, die Märkte solange mit Geld zu fluten, bis sich die Inflation bei 2% verstetigt. Der Leitzins lag bei -0.1%, das Zinsziel für einen Bond mit zehn Jahren Laufzeit bei 0%. Angekündigt und umgesetzt wurden die Bereitschaft zu unbegrenztem Quantitative Easing und sogar der umfangreiche Kauf von Aktien-ETF (Grüsse an die SNB) und japanischen REITs.

Was in den darauffolgenden Jahren passierte, entsprach **nicht** dem Textbuch: Nach einem kurzen, schwachen Aufblühen fiel die Inflation ab 2020 wieder deutlich in den negativen Bereich, der Realzinsnachteil Japans beispielsweise gegenüber den USA verflüchtigte sich, der Yen blieb stabil bis positiv. Die Schulden stiegen natürlich weiter. Der Zinsendienst aber ebte dank jahrelanger Nullzinsen laufend ab, von 3% der Staatseinnahmen 2012 auf 1,3% im Jahr 2021 und 0,08% Ende 2024.

Und dann kam Covid. Die Inflation explodierte in den USA und Japan, die US-Zinsen stiegen stark, die japanischen nicht (Zinskurvenkontrolle!), der Realzinsnachteil Japans vergrösserte sich markant, der Yen schwächte sich ab. Ab 2024 stabilisierte sich der Realzinsnachteil Japans gegenüber den USA, aber der Yen erholte sich nicht.

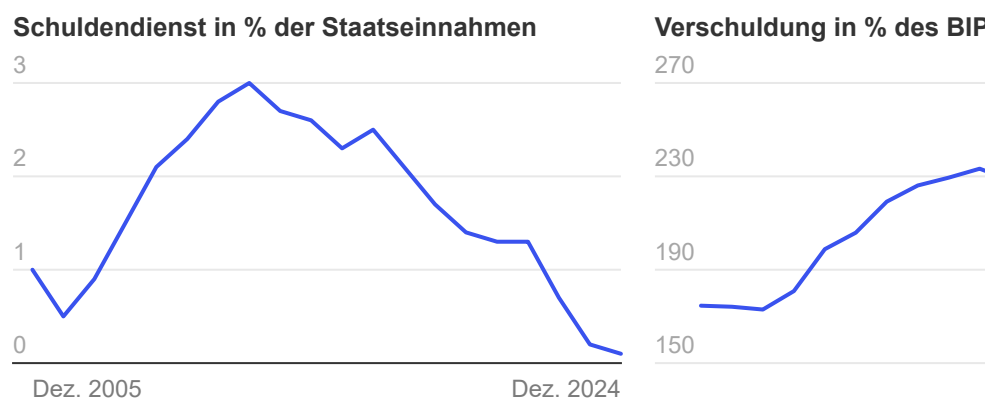
Die japanische Währung hat sich seit 2012 als Wittwenmacherin entpuppt: Von Herbst 2012 bis zur Zinskurvenkontrolle im

September 2016 verlor er gegen den Dollar nicht weniger als 23%, bis Covid blieb er in der Folge stabil, um danach wiederum ungläubliche 34% zu nachzugeben. Anders gesagt hat sich der Yen zum Dollar seit 2012 halbiert, und dies ohne nennenswerte Cashflows, hätte man Zinspapiere gekauft.

Die Folgerung ist klar: Zinskurvenkontrolle plus Inflation bringen einen Vertrauensverlust in die Währung, denn selbst als sich der Realzinsnachteil Japans in den letzten Quartalen allmählich wieder abbaute, verlor die Währung weiterhin an Wert.

Und die Schulden? Die Verschuldung hat sich seit Covid stabilisiert, sie sinkt leicht. Vermutlich aber nicht dank der Zinskurvenkontrolle, sondern «dank» Covid, die die Lieferketten zerstörte und die Inflation antrieb; Japan hat sich mit Inflationierung eine Pause verschafft.

Japan: Trotz zunehmender Verschuldung sank der Zinsendienst



Das japanische Beispiel der Zinskurvenkontrolle dient als Warnung

Die Korrelation des Monats zeigt: Schulden sind ab einer gewissen Höhe wohl negativ korreliert mit dem Aussenwert der Währung. Die japanischen Schulden und der Weg, den Japan zur Entschärfung des Schuldenproblems gewählt hat, haben die Währung beschädigt. Der nominale und der reale effektive Aussenwert des Yen haben sich fast halbiert. Die Probleme Japans, das schleppende Wachstum und die Demografie, wurden nicht gelöst. Entschärft wurde das Problem der Schuldenbedienung, bezahlt wurde mit einem Vertrauensverlust in die Währung.

Am 19. März 2024 hat die Bank of Japan die Zinskurvenkontrolle faktisch aufgegeben.

Grosse Probleme bleiben: Die Reallöhne steigen nicht, ohne Lohninflation gibt es aber keine echte Reflation. Japans Produktivität wächst kaum, zusammen mit der unvorteilhaften Demografie kommt das Potenzialwachstum nicht auf Touren. Ohne Liberalisierungen, Immigration und Reformen ist eine nachhaltige Erhöhung des Potenzialwachstums kaum möglich. Es **bleiben ein bizarrer Schuldenberg und eine kranke Währung.**

Bleibt die Schlussfrage: Gilt Japan als Blaupause für den Westen?

Zunächst: Japan ist ein spezieller Fall. Das Land ist nicht auf externe Gläubiger angewiesen, denn es hat eine enorme positive Nettovermögensposition zum Ausland erarbeitet. Verglichen mit dem Westen sind die Kapitalmärkte Japans abgeschottet, das Land verfügt über eine hohe soziale Kohäsion und über eine positive Leistungsbilanz.

Zudem hatte Japan andere Probleme als die USA heute: Die Zinsenlast in Japan war schon vor Einführung der Zinskurvenkontrolle tief, ganz anders als in den USA heute. Die Schuldenlast war aber trotzdem nicht nachhaltig, sie ist es heute auch in den USA nicht. Die zukünftigen Verteilungskämpfe werden hart, sind doch beträchtliche Teile der Haushalte jenseits und diesseits des Atlantiks bereits per Gesetz und aus Sachzwängen verplant, der Manövrierraum wird immer kleiner. Eine Zinskurvenkontrolle kann die Zinsbelastung und damit eine immer wesentlichere Komponente der Staatsausgaben reduzieren. Darin liegt die Attraktivität von Zinskurvenmanipulationen für Politiker. Ob die Zinskurvenkontrolle andere Probleme löst oder sogar verschärft, bleibt umstritten.

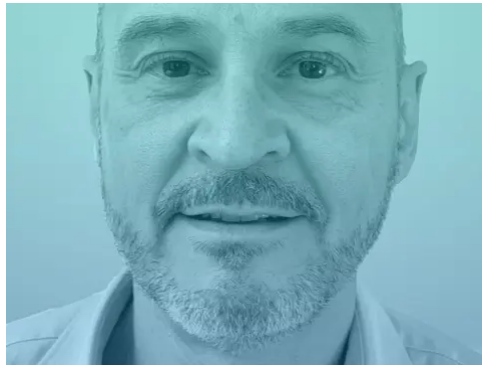
Für Nachahmer gilt: Die Voraussetzungen für eine Zinskurvenkontrolle sind umso besser, je

- gefügiger die Notenbank,
- robuster und abgeschotteter der Finanzmarkt,
- geringer die externen Schulden,
- besser die Nettovermögensposition zum Ausland,
- höher die soziale Kohäsion,
- duldsamer die Sparer, die enteignet werden,
- robuster das Banken- und Versicherungswesen,
- grösser die Bereitschaft, die Währung zu opfern.

Wer sagt's Donald?

P.S. Welche Länder ausser den USA sollten sich mit Zinskurvenkontrolle beschäftigen? Material für die nächste Korrelation des Monats.

Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.



MEINUNG

Korrelation des Monats: Folgerungen der Weimarer Hyperinflation für heute

Bei der Teuerungsentwicklung sind die Parallelen zu den Siebzigerjahren zu auffällig, als dass sie leichthin abgetan werden könnten. Doch was würde ein neuerlicher Inflationsschub bedeuten? Ein Blick auf die Weimarer Hyperinflation lässt Folgerungen für heute zu.

Jürg Lutz 06.11.2025



MEINUNG

Befindet sich Private Debt in einer Blase?

Bisher handelte es sich bei Private Debt um eine exotische Nische ohne Spillover-Risiken. Das könnte sich mit dem Einstieg der Kleinanleger ändern. Und zwar Big Time.

Jürg Lutz 08.10.2025



MEINUNG

Korrelation des Monats: Was die Weimarer Hyperinflation mit heute verbindet

Derzeit liegt die Angst vor einem erneuten Inflationsanstieg wie in den Siebzigerjahren in der Luft. Die heutige Lage erinnert aber auch an die Weimarer Hyperinflation vor etwas über hundert Jahren. Im ersten von zwei Teilen geht es um die Voraussetzungen dafür.

Jürg Lutz 23.09.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.