

mBaer Necessities

Die Bedeutung von Zentralbankverlusten: Glaubwürdigkeit, Unabhängigkeit und öffentliches Vertrauen.

Zentralbanken haben die Aufgabe, Preis- und Finanzstabilität zu gewährleisten, und verfolgen keine Gewinnabsichten. Dennoch wird das letzte Finanzjahr als ein schockierendes für die Finanzen der Zentralbanken in Erinnerung bleiben, da sie erhebliche Verluste verzeichneten und in diesem Jahr weitere Verluste anhäufen werden. Aus finanzieller Sicht hatten die Zentralbanken in der Vergangenheit schlechte Jahre, aber sie haben die Verluste wieder wettgemacht, da ihr Geschäft in normalen Zeiten einfach und profitabel ist.

Wie aus [Tabelle 1](#) hervorgeht, verzeichnete die US-Fed unrealisierte Verluste in Höhe von 1,2 Billionen USD, die [geschätzten](#) Verluste der EZB und des Eurosystems belaufen sich auf rund 758 Milliarden EUR, die SNB verzeichnete einen Verlust von 132 Milliarden CHF und die Verluste der BoJ stiegen auf 10,5 Billionen JPY (71 Milliarden USD). Die finanzielle Entwicklung anderer ausgewählter Zentralbanken ist im [Anhang](#) dargestellt.

Tabelle 1: Ausgewählte Finanzpositionen der Zentralbanken im Jahr 2022.

Zentralbank	Bilanz	Reingewinn
US-Fed	USD 8.6 Bio.	USD 58.8 Mia., (USD -1.2 Bio.)*
EZB	EUR 698.9 Mia.	EUR 0 (EUR -758 Mia.)*
Bank of Japan	JPY 685.8 Bio.	JPY 1'592 Mia. (USD -71 Mia.)*
SNB	CHF 881 Mia.	CHF -132.5 Mia.
Sveriges Riksbank	SEK 1.5 Bio.	SEK -80.7 Mia.

Quelle: IWF. *Unrealisierte Verluste und Schätzungen des IWF

Das Konzept der Zentralbankverluste ist dem Zentralbankwesen so fremd, dass sein Auftreten als ein Versagen der Finanzdisziplin der Zentralbanker interpretiert werden und letztlich Zweifel an der Stabilität des Finanzsystems aufkommen lassen könnte. Dies ist jedoch nicht der Fall.

Die Kernfrage ist, ob Überlegungen zu den Finanzen der Zentralbanken das Erreichen ihres wichtigsten politischen Ziels, nämlich die Inflation unter Kontrolle zu halten, beeinträchtigen können. Es ist intuitiv einleuchtend, dass Zentralbanken mit einer schwachen Finanzlage einen ernsthaften Verlust an Glaubwürdigkeit, Unabhängigkeit und öffentlichem Vertrauen erleiden können.

Eine Zentralbank, die mit Verlusten konfrontiert ist und mit geringem Eigenkapital arbeitet, könnte sogar gezwungen sein, ihr Inflationsziel aufzugeben, wenn sie mehr Einnahmen und Gewinne erzielen muss. Als letzter Ausweg könnte eine Zentralbank eine Kapitalspritze vom Staat benötigen, obwohl es unwahrscheinlich ist, dass diese Option aufgrund des Stigmas,

das sie für die Zentralbank bedeuten würde, in Anspruch genommen wird.

[Kein Konkursverfahren für eine Zentralbank](#)

Zentralbanken können nicht in Konkurs gehen, da es für diese staatlichen Einrichtungen kein Konkursverfahren gibt. Darüber hinaus sind die nationalen Regierungen die wirtschaftlichen Eigentümer der Zentralbanken, so dass die Zentralbanken letztlich von den Steuerzahlern unterstützt werden. Für Zentralbanken mit privaten Anteilseignern, wie die US-Fed (die sich vollständig im Besitz von Privatbanken befindet), die Banca d'Italia, die Belgische Nationalbank, die Bank von Griechenland, die SNB, die BoJ und die Türkische Zentralbank, gilt der Konkurs nicht.

[Akademische Studien](#) zeigen, dass Zentralbanken mit privaten Anteilseignern sich in ihrer Rentabilität oder im Anteil der an die Anteilseigner ausgeschütteten Gewinne nicht von öffentlichen Zentralbanken zu unterscheiden scheinen. Eine unbequeme Wahrheit ist, dass die Autoren der Studie die Möglichkeit nicht ausschliessen, dass private Anteilseigner die Entscheidungen der Aufsichtsbehörden oder die Festsetzung der Zinssätze beeinflussen können.

Seigniorage und die wahren Kosten der quantitativen Lockerung

Die Zentralbanken erzielen Monopolgewinne, die *Seigniorage*, aus der Ausgabe von Geld und Bankreserven. Diese Gewinne werden auf einer stabilen Basis erwirtschaftet – das Drucken von Papiergeld ist eine sehr profitable Tätigkeit.

Seit die Zentralbanken damit begonnen haben, ihre Bilanzen aufzustocken, um den Auswirkungen der grossen Finanzkrise, der Covid-Pandemie und anderer Ereignisse entgegenzuwirken, sind sie Finanzpositionen eingegangen und haben dabei erhebliche Zins-, Kredit-, Aktien- und Währungsrisiken übernommen. Die Grundregeln der Finanzwirtschaft gelten auch für die Anlagen der Zentralbanken.

Als sich die Bilanzen ausweiteten und die Zinssätze ab 2008 in die Nähe von Null sanken (siehe [Abbildung 1](#) im Anhang), überstiegen die Renditen langfristiger Staats- und Unternehmensanleihen (Aktivseite) weitgehend die Zinssätze für die Überschussreserven (Passivseite). Das bescherte den Zentralbanken beträchtliche Gewinne.

Dementsprechend stiegen die kumulierten Überweisungen an die Regierungen in diesem Zeitraum erheblich an. Im Jahr 2020 wuchsen die Bilanzen sogar noch schneller, so dass die Zentralbanken gezwungen waren, in teure Staatsanleihen mit niedrigen oder sogar negativen Renditen zu investieren. Dadurch erhöhte sich die Fragilität der Bilanzen, die so einem zusätzlichen Zinsrisiko ausgesetzt wurden.

Als die Zentralbanken im Jahr 2021 als Reaktion auf die Inflation begannen, die Zinssätze zu erhöhen und ihre Bilanzen zu

schrumpfen (siehe [Abbildung 1](#)), gingen Gewinne und Eigenkapital zurück. Auf der Passivseite begannen die Zentralbanken, höhere Zinsen auf die Einlagen privater Banken zu zahlen, die vielleicht sogar ihre Seigniorage-Gewinne [überstiegen](#), während sie auf der Aktivseite erhebliche Kapitalverluste bei ihren Anleihebeständen verzeichneten. Ironischerweise haben Zentralbanken, die in Anleihen mit dem höchsten Rating investiert haben, wie die Bundesbank, die grössten nominalen Verluste zu verzeichnen. Zusammengefasst deuten diese Tatsachen darauf hin, dass die Zentralbanken bei ihrer Geldpolitik eine Priorisierung ihrer Finanzen in Betracht ziehen könnten, was zu einem starken Anstieg der Inflationserwartungen führen würde.

Die Tabus der Zentralbanken haben in den letzten Jahren zu bröckeln begonnen: Sie experimentierten mit negativen Zinssätzen und kauften in grossem Umfang Vermögenswerte auf, um Krisen zu bewältigen. Die Kombination dieser Massnahmen erhöhte das Zinsrisiko, das mit den in ihren Bilanzen gehaltenen Schulden verbunden war. Als die Inflation einsetzte, wurden die Kosten dieser Politik deutlich, da die Zentralbanken erhebliche Verluste anhäuften. All dies kann sich ernsthaft auf die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken bei der Erreichung ihrer Inflationsziele auswirken.

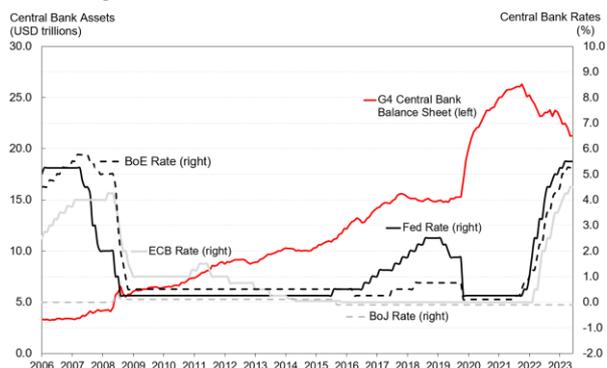
Francesco Mandalà, PhD, Chief Investment Officer

Anhang 1: Finanzielle Leistungsfähigkeit ausgewählter Zentralbanken.

Zentralbank	Bilanz	Reingewinn
The Federal Reserve, US	USD 8.6 Mia. (2022)	USD 58.8 Mia., (USD -1.2 Bio.)*
Bank of Japan (BoJ)	JPY 685.8 Bio. (Sep-22)	JPY 1'592 Mia. (USD -71 Mia.)*
Bundesbank, Germany	EUR 2.9 Bio. (2022)	EUR -172 Mio. (2022)
Norges Bank, Norway	NOK13.2 Bio. (2022)	NOR -10.6 Mia. (2022)
Bank of England (BoE)	GBP 1.03 Bio. (2021Q3)	GBP 7 Mio. (Mar-21 - Feb-22)
European Central Bank (ECB)	EUR 698.9 Mia. (2022)	EUR 0 (EUR -758 Mia.)*
Swiss National Bank (SNB)	CHF 881 Mia. (2021Q3)	CHF -132.5 Mia. (2022)
Central Bank of Taiwan PoC	NTD 19.4 Bio. (2022)	n.a.
SG Monetary Authority (MAS)	SGD 696.8 Mia. (Mar-22)	SGD -7.4 Mia. (Apr-21 - Mar-22)
HK Monetary Authority	HKD 4.0 Bio. (2022)	HKD -249.5 Mia. (2022)
Bank of Korea	KRW 582.8 Bio. (2022)	n.a.
Bank of Canada (BoC)	CAD 410.7 Mia. (2022)	CAD -1.1 Mia. (2022)
Reserve Bank of Australia (RBA)	AUD 538.1 Mia. (Jun-22)	AUD -36.7 Mia. (Jul-21 - Jun-22)
Bank of Israel (BoI)	ILS 826.3 Mia. (2022)	ILS 14.9 Mia. (2022)
Sveriges Riksbank	SEK 1.5 Bio. (2022)	SEK -80.7 Mia. (2022)
Danmarks Nationalbank	DKK 625.4 Mia. (2022)	DKK -8.5 Mia. (2022)
Reserve Bank of New Zealand	NZD 93.9 Mia. (June 2022)	NZD -86 Mio. (Jul-21 - Jun-22)
Czech National Bank (CNB)	CZK 3.2 Bio. (2022)	CZK -411.9 Mio. (2022)
Central Bank of Iceland	ISK 874.6 Mia. (2022)	ISK -18.4 Mia. (2022)

Quelle: IWF. Zentralbanken mit negativem Eigenkapital sind: BoC, BoI, CNB und RBA. *Unrealisierte Verluste und Schätzungen des IWF

Abbildung 1: Fed, EZB, BoJ, BoE: Bilanzen und Leitzinsen.



Quelle: Bloomberg, Berechnungen von MBaer.

Disclaimer

This document is for information purposes only. It constitutes neither an offer nor a recommendation to purchase, hold or sell financial instruments or banking services, and does not release the recipient from carrying out their assessment. The recipient is recommended to check the information in terms of its compatibility with their circumstances and its legal, regulatory, tax and other consequences, possibly on the advice of a consultant. The data and information contained in this publication were prepared by MBaer Merchant Bank AG with the utmost care. However, MBaer Merchant Bank AG does not assume any liability for the correctness, completeness, reliability or topicality, or any liability for losses resulting from the use of this information. This document may not be reproduced in whole or in part without the written permission of MBaer Merchant Bank AG.

Dieses Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen. Die in der vorliegenden Publikation enthaltenen Daten und Informationen wurden von der MBaer Merchant Bank AG unter grösster Sorgfalt zusammengestellt. Die MBaer Merchant Bank AG übernimmt jedoch keine Gewähr für deren Korrektheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit und Aktualität und keine Haftung für Verluste, die aus der Verwendung dieser Informationen entstehen. Dieses Dokument darf weder ganz oder teilweise, ohne die schriftliche Genehmigung der MBaer Merchant Bank AG reproduziert werden.

mBaer Necessities' previous issues

2021

- [Is this the end of central banks' independence?](#)
- [Up, Up, Hooray! Irrational exuberance has gone viral](#)
- [Cogito ergo Zoom: time for home-office to go home](#)
- [In science we trust but the pandemic will not end soon](#)
- [A spectre is haunting Europe, the spectre of poor economic growth](#)
- [Tokyo Blues, or the tyranny of the Olympic Games](#)
- [Crude elections: will oil be the silver bullet for Democrats in 2022?](#)
- [The road to El Dorado: how housing became unaffordable](#)
- [Chipless: the semiconductor shortage is here to stay](#)
- [Carbon supremacy](#)
- [The curious case of the vanishing American worker](#)
- [The sun always shines in the good old days](#)

2022

- [How we got inflation, factor investing and the commodities' rally right](#)
- [Breaking news from the office of alternative futures](#)
- ["Cry 'Havoc!' and let slip the dogs of war."](#)
- [Melancholic economies - QE addicted and QT intolerant](#)
- [Alacrité, Vanité, Neutralité](#)
- [The pitfalls of windfall oil profit taxes](#)
- [The German Chimera: Grüne soul, hearth of dirty Braunkohle](#)
- [A quantum of snow](#)
- [The Surrealist Fed: transitory dot plots, ephemeral inflation and growth](#)
- [How I learned to worry about inflation: an economist's tale](#)
- [In a festive mood: how we got inflation, central banks and factors right](#)

2023

- [Low gas pressure: is there light at the end of the pipeline?](#)
- [Natural disasters, solidarity and the duty of doing good](#)
- [Red flags over Beijing: the headwinds that could blow China off course](#)
- [Is work-life balance affordable?](#)
- [A Very British Stagflation](#)
- [Constitution, conflict and growth: Reversal of fortune for Israel?](#)
- [Why the cost of capital will be permanently higher than in the last decade](#)