

# Kratzer am Gral der Geldpolitik

Ökonomen sind sich einig: Die Politik nimmt kaum Einfluss auf die Schweizerische Nationalbank (SNB). Sie ist von Verfassungs- und Gesetzes wegen und ebenfalls in der Praxis unabhängig. Die Kriegsgeschäfte-Initiative könnte dies ändern, befürchtet die SNB.

Reto Zanettin

ZÜRICH. Sie ist so etwas wie der heilige Gral der Geldpolitik. In der Schweiz hat sie Verfassungsrang: die Unabhängigkeit der Zentralbank. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) darf weder vom Bundesrat noch vom Parlament oder irgend-einer anderen Stelle Weisungen einholen oder entgegennehmen, wenn sie ihren geld- und währungspolitischen Aufgaben nachgeht. Das hat gute Gründe, wie Manuel Oechslin ausführt, der in Schaffhausen lebt und an der Universität Luzern Professor für Internationale Ökonomie ist. Zentralbanken, die unter der Kontrolle der Regierung stünden, würden oft zu sogenannter monetärer Staatsfinanzierung herangezogen: Die Politik werfe die Notenpresse an, damit sie mehr Geld ausgeben oder ein Budgetdefizit finanzieren könne. «Den Ausgaben der Regierung sind so kaum mehr Grenzen gesetzt. Und dies führt über kurz oder lang zu galoppierender Inflation», sagt Oechslin.

«Das Nationalbankgesetz gibt das Ziel vor – wir haben die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen», sagt Thomas Moser, stellvertretendes Mitglied des SNB-Direktoriums. «Doch wir können die Instrumente, mit denen wir dieses Ziel verfolgen, frei von politischen Einflüssen wählen und einsetzen.» Dass die Nationalbank nicht nur nach dem Buchstaben des Gesetzes, sondern tatsächlich sehr unabhängig agieren kann, bestätigen drei von den SN befragte Ökonomen.

## Marktneutral anlegen

In einem anderen Punkt herrscht allerdings weniger Einigkeit. Schränkt die Kriegsgeschäfte-Initiative die Unabhängigkeit der SNB ein? Das Volksbegehren will der Nationalbank – aber beispielsweise auch den Pensionskassen – Investitionen in Unternehmen verbieten, die mehr als fünf Prozent ihres Umsatzes mit Kriegsmaterial erwirtschaften. Die SNB sieht dadurch ihren Spielraum eingeschränkt, wie sie auf ihrer Website schreibt.

Moser sagt: «Die Anlagepolitik ist der Geldpolitik untergeordnet.» Durch Devisenmarktinterventionen nehme die SNB Fremdwährungen in ihre Bilanz auf, und diese Währungsreserven würden am Kapitalmarkt angelegt. «Das soll möglichst marktneutral geschehen, sodass die SNB

keine Marktverzerrung verursacht», hält Moser fest. Er ergänzt: «Einschränkungen in der Anlagepolitik können es erschweren, marktneutral zu investieren. Die Kriegsgeschäfte-Initiative brächte diesbezüglich eine Restriktion mit sich.» Will eben heissen: Die Volksinitiative stellt in den Augen der SNB die Autonomie der Nationalbank in der Anlagenbewirtschaftung infrage.

Anders sieht es Yvan Lengwiler. Er ist Professor für Nationalökonomie an der Universität Basel und findet: «Die Unabhängigkeit der SNB erstreckt sich aus meiner Sicht nicht auf den Bereich der Anlagenbewirtschaftung, und die Kriegsgeschäfte-Initiative verletzt die geldpolitische Autonomie der SNB nicht.» Mathias Binswanger, Dozent für Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule Nordwestschweiz, erklärt: «Die Frage der Unabhängigkeit der SNB bezieht sich im Normalfall auf die Geldpolitik.» Wie die Notenbank ihre Devisen anlegt hat damit direkt nichts zu tun.

Marktverzerrungen sind ein Thema, das die Kriegsgeschäfte-Initiative offensichtlich aufs Tapet bringt. Eine andere Frage dreht sich um höhere Anlagerisiken. Die SNB-Verantwortlichen schätzen, sie müssten rund 300 Firmen aus ihrem Portfolio entfernen, wenn die Kriegsgeschäfte-Initiative angenommen würde. Die Investitionen in diese Unternehmen entsprechen rund 11 Prozent des Marktwerts aller Aktienanlagen. Zur Einordnung dieser Zahlen muss man wissen: Die SNB legt ihre Devisenreserven zu etwa 70 Prozent in Staatsanleihen und zu 20 Prozent in Aktien an. Der Rest fließt in andere Anlagen wie Pfandbriefe oder Unternehmensanleihen. Insofern gehören Aktien wohl zum SNB-Portfolio, sind aber nicht so stark gewichtet wie Staatsobligationen. Dennoch bräche mit der Kriegsgeschäfte-Initiative ein Teil der Anlagemöglichkeiten weg. «Das verkleinerte Anlageuniversum führt zu einer geringeren Diversifikation, wodurch sich das Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag verschlechtern würde», sagt Moser. Genau beziffern kann das stellvertretende Mitglied des SNB-Direktoriums diesen Effekt nicht. «Denn es ist noch unklar, welche Firmen in den Geltungsbereich der Initiative fallen.»

Auch der Schaffhauser Ökonom Manuel Oechslin spricht nicht über konkrete Zahlen. Doch er nimmt eine Schätzung vor, wie stark die SNB-Gewinne betroffen sein könnten. Aus den Angaben



Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wäre von einem Ja zur Kriegsgeschäfte-Initiative betroffen. Im Bild: der SNB-Sitz am Bürkliplatz in Zürich.

BILD KEY

der Nationalbank gehe hervor, dass der Wert des Aktienportfolios derzeit im unteren dreistelligen Milliardenbereich liege. «In dieser Grössenordnung können Renditeveränderungen von einem Zehntel eines Prozentpunkts beträchtliche Auswirkungen in absoluten Frankenbeträgen haben.» Allerdings sei es kaum wahrscheinlich, dass etwa die Gewinnausschüttung an Bund und Kantone gefährdet werde. Dafür sei die Ertragskraft der SNB zu gross. Auch Lengwiler von der Universität Basel glaubt kaum, dass die Kriegsgeschäfte-Initiative die Gewinnausschüttung in Gefahr brächte – «es sei denn, die auszuschliessenden Firmen wären besondere Renditeperlen, was ich bezweifle».

## Pragmatische Lösung würde nötig

Hingegen könnten sich die Kosten für die Anlagenbewirtschaftung erhöhen, wie Moser erklärt: «Wir verfolgen einen indexorientierten Ansatz. Das heisst, wir bilden ganze Aktienmärkte ab.» Und gerade diesbezüglich schaffe die Kriegsgeschäfte-Initiative eine Unsicherheit: Dürfte die SNB noch in Finanzprodukte anlegen, die einem breit aufgestellten

## «Es ist noch unklar, welche Firmen in den Geltungsbereich der Initiative fallen.»

Thomas Moser  
Stellvertretendes Mitglied  
des SNB-Direktoriums

Aktienindex folgen, oder müsste sie fortan Einzeltitel kaufen und verkaufen? «Die Anlagenbewirtschaftung würde auf jeden Fall komplizierter werden und mehr kosten als heute, wenn die Kriegsgeschäfte-Initiative umgesetzt würde», so Moser. «Wir müssten einen externen Dienstleister beauftragen, der überwacht, ob und welche Unternehmen im Einzeln in den Geltungsbereich der Initiative fallen.» Gewiss sei auch, dass ein laufendes Monitoring notwendig würde. Eine Firma mit 4 Prozent Umsatzanteil könne im Laufe des Jahres die 5-Prozent-Schwelle überschreiten. «Es genügt also nicht, das Portfolio einmal pro Jahr – beispielsweise am Ende des Geschäftsjahres – zu bereinigen.»

Wie Moser schätzt auch Binswanger, dass der Aufwand für die Bewirtschaftung des Portfolios enorm wäre. Der Ökonom von der Fachhochschule Nordwestschweiz kommt aber zu einem anderen Schluss als Moser: «Es wird auf eine pragmatische Lösung hinauslaufen müssen – eine Liste von Firmen, in die nicht investiert werden darf, sollte erstellt und von Zeit zu Zeit aktualisiert werden.»

# Abstimmungs-Sonntag: Da war doch noch etwas

Vor über sieben Jahren befürworteten Volk und Stände die Volksinitiative «gegen die Abzockerei», die der Schaffhauser Ständerat Thomas Minder lanciert hatte. Sie betrifft – ebenso wie die Kriegsgeschäfte-Initiative – die Pensionskassen.

Reto Zanettin

SCHAFFHAUSEN. Am nächsten Sonntag ist es so weit. Volk und Stände stimmen über die Konzernverantwortungsinitiative sowie die Volksinitiative «Für ein Verbot der Finanzierung von Kriegsmaterialproduzenten» (Kriegsgeschäfte-Initiative) ab. Letztere betrifft unter anderem die Pensionskassen. Sie dürften, wenn die Initiative durchkommt, ihr Kapital nicht mehr in Unternehmen anlegen, die mehr als fünf Prozent ihres Umsatzes mit Kriegsmaterial erwirtschaften.

Wenn von Pensionskassen als Aktionäre die Rede ist, schwingt mit, was sich am 3. März 2013 ereignete. Der Souverän sagte damals Ja zur «Abzockerinitiative», die der Schaffhauser Ständerat und Unternehmer Thomas Minder lanciert hatte. Seither heisst es in Artikel 95 der Bundesverfassung: «Die Pensionskassen stimmen im Interesse ihrer Versicherten ab und legen offen, wie sie gestimmt haben.» Vincent Kaufmann,



«Im Bereich der Kriegsmaterialproduzenten bleibt die Stimmrechtsausübung weitgehend wirkungslos.»

Vincent Kaufmann  
Geschäftsführer von Ethos

Geschäftsführer von Ethos, der Schweizerischen Stiftung für nachhaltige Entwicklung, erinnert sich an den Abstimmungsantrag im März 2013. Heute ist er überzeugt: «Die obligatorische Stimmrechtsausübung durch die Pensionskassen ist wichtig und vermag die Unternehmensstrategie und Governance von Firmen zu beeinflussen.»

Kaufmann räumt jedoch ein: «Im Bereich der Kriegsmaterialproduzenten bleibt die Stimmrechtsausübung weitgehend wirkungslos.» Zum einen erwirtschafteten diese Unternehmen einen grossen Teil ihres Umsatzes mit Kriegsgütern. Sie müssten daher ihr Geschäftsmodell umkrempeln, was nicht zwingend im Interesse der Anleger sei. Zum anderen betreffe die Stimmrechtsausübung, wie sie die Abzockerinitiative und die entsprechende Gesetzgebung verlange, nur Aktionäre von Unternehmen, die unter das Schweizer Aktienrecht fielen. «Auf Airbus und Boeing trifft das nicht zu», erklärt Kaufmann. Hinzu komme, dass

kleinere Pensionskassen oft in Anlagefonds investierten. «Sie haben deswegen kein Stimmrecht an den Generalversammlungen der einzelnen Unternehmen. Und wie die Fondsmanager abstimmen, lässt sich von aussen kaum steuern.»

## Dialog mit Unternehmen

Auch die Pensionskasse Schaffhausen steckt das Geld grundsätzlich in Kollektivanlagen, wie Oliver Diethelm, der Geschäftsführer der Pensionskasse Schaffhausen (PKSH), sagt. Die PKSH kann also keine Stimmrechte in einzelnen Unternehmen ausüben. «Deshalb wird der Dialog mit den Unternehmensführungen auf einem anderen Weg gesucht», heisst es im Nachhaltigkeitsbericht 2019. Mitunter sei man Mitglied des Ethos Engagement Pools (EEP) Schweiz, der den Dialog mit dem Management der 150 grössten an der Schweizer Börse kotierten Unternehmen unterhält. Im laufenden Jahr thematisieren der EEP Schweiz und

die Unternehmensleitungen den Klimawandel, die Corporate Governance («gute Unternehmensführung»), Arbeitsbedingungen, die Einhaltung der Menschenrechte sowie Standards der Nachhaltigkeits-Berichterstattung.

Im Weiteren ist die PKSH Mitglied der «Institutional Investors Group on Climate Change» und unterstützt die Investoreninitiative «Climate Action 100+». Letztere will die Energiewende vorantreiben und dadurch zu den Zielen des Pariser Klimaabkommens beitragen. Die Mitglieder der Initiative sind Aktionäre von Unternehmen, die einen erheblichen Treibhausgasausstoss verursachen.

Im Mai 2019 nahm die Generalversammlung des britischen Mineralölunternehmens BP eine Resolution von «Climate Action 100+»-Investoren beinahe einstimmig an, wie aus einer Medienmitteilung hervorgeht. Demnach soll das BP-Management eine Strategie verfolgen, die mit den Klimazielen von Paris vereinbar ist.