

Normalisieren, wo nichts normal ist

Das Federal Reserve und die Europäische Zentralbank stehen vor der umfassendsten geldpolitischen Kurskorrektur seit Jahrzehnten und sind schlecht darauf vorbereitet. **ANDREAS NEINHAUS**

Ein Begriff geistert durch die Finanzwelt. Wenn über die Geldpolitik gesprochen wird und über die Notwendigkeit, sie zu straffen, ist fast immer von einer Normalisierung die Rede. EZB-Präsidentin Christine Lagarde beispielsweise widmete ihren Auftritt an der jährlichen Notenbank-Fachkonferenz in Frankfurt vergangenen Monat diesem Konzept. «Die Herausforderungen für die Geldpolitik wandeln sich», stellte sie einleitend klar und folgerte: «Deshalb haben wir damit begonnen, die Politik anzupassen, sodass wir, wenn die erforderlichen Bedingungen erfüllt sind, zusätzliche Schritte in Richtung geldpolitischer Normalisierung unternehmen können.»

Auch das Fed in den USA hat sich voll und ganz einer Normalisierung verschrieben. Bereits vor sieben Jahren hat es dazu ein Strategiepapier verfasst – Policy Normalization Principles and Plans –, das die Elemente zusammenfasst, die es zu beachten gelte, sobald die Voraussetzungen erfüllt seien, um die Politik zu normalisieren. Es liest sich wie eine Gebrauchsanleitung des heimischen Heizungsthermostaten. Wenn die Raumtemperatur im Wohnzimmer zu hoch ist, genügt es, am Rad zu drehen, um das Wohlfühlklima anzusteuern. Aber die Geldpolitik zurück auf normal zu bringen, ist alles andere als einfach.

Schon der Begriff selbst, auf den die Zentralbanken in ihrer Kommunikation so grossen Wert legen, ist unklar. Was ist normal? Gegenwärtig gar nichts, ist man versucht zu antworten, angesichts der höchsten Inflationsraten seit vier Jahrzehnten, einer realen Stagflationsgefahr sowie Leitzinsen, die sich zumindest im Euroraum und in der Schweiz immer noch unter null befinden. Zu glauben, das Ziel sei, einfach die Bedingungen der Vergangenheit wieder herzustellen, ist naiv. Das verhindern allein schon die enormen Wertschriftenportefeuilles der Notenbanken, die sich nach jahrelangen, systematischen Kapitalmarktinterventionen – der quantitativen Lockerung, kurz QE genannt – angehäuft haben. QE hat die Geldpolitik dauerhaft verändert.

Die grosse Korrektur

Das zeigt sich gegenwärtig bei der geldpolitischen Kurskorrektur, die das Federal Reserve in den USA vollzieht. Anders als die Vorgänger in den vorangegangenen grossen Wendemanövern – Anfang der Achtzigerjahre unter der Leitung des damaligen Fed-Chefs Paul Volcker und Mitter der Neunziger orchestriert durch Alan Greenspan – steuern die Entscheidungsträger die Zinswende diesmal direkt über die gesamte Zinskurve hinweg. Jerome

Powell und sein Team setzen mit dem traditionellen Leitzins einerseits klare numerische Vorgaben am Geldmarkt. Das Zinssignal wird aber nicht nur indirekt über die Bankkredite Schritt für Schritt auf die Renditen in mittleren und langen Laufzeiten weitergeleitet wie in der Vergangenheit, sondern das Fed wird zusätzlich über die in Aussicht gestellten Verkäufe von Wertschriften auch die längeren Marktzinsen direkt beeinflussen – ein Schwenk von QE zu QT, der quantitativen Straffung.



«Uns erwartet ein Flug auf Sicht, mit Überraschungen und Ausweichmanövern.»

Die gesamte Zinskurve zu steuern, ist komplex. Letztlich erschwert es die Kommunikation der Zentralbank mit der Wirtschaft. Das zeigt sich an den Zinserwartungen. Angesichts der hartnäckig hohen Inflation hat das Fed durchblicken lassen, dass es den Leitzins an der nächsten Sitzung nicht nur 0,25, sondern 0,5 Prozentpunkte (Pp) anheben wird. Aber wie geht es weiter? Im historischen Umfeld hätte man davon ausgehen können, dass das Fed mit diesem erhöhten Tempo die Zügel weiter straffen würde. Zudem will es bald auch Wertschriften auf den Markt werfen. Die Kapitalmarktrenditen haben sich daraufhin bereits nach oben bewegt. Allerdings ist nicht absehbar, welchen Effekt das QT auf die Märkte haben wird, weshalb die Leitzinsprognose des Marktes und der Währungshüter selbst auf einem unsicheren Fundament steht.

Uns erwartet ein Flug der Notenbank auf Sicht, inklusive Überraschungen und Ausweichmanövern. Dass sich die Zinserwartungen derzeit kräftig auf und ab bewegen, spiegelt diese Unsicherheit über die Geldpolitik.

Die Basis für die aktuelle Zinsspekulation an den Märkten hat das Fed ausgerechnet mit seiner strategischen Ausrichtung gelegt. Die Zentralbank hat sich falsch positioniert. Sie hat das Inflationsproblem sicher unterschätzt, ebenso wie die Mehrheit der Analysten. Das ist verständlich angesichts des Verlaufs der Ereignisse, den man schwer so voraussehen konnte. Was allerdings grundsätzlich schief lief, war die Vorbereitung auf einen allfälligen Inflationsschock. In ihrer Strategie-reform – der nach eigenen Angaben ersten umfassenden öffentlichen Überprüfung ihres Wirkens – wurde diese Eventualität de facto ignoriert.

Eingelullt durch die jahrelange niedrige Inflation und die durch das Fed selbst künstlich niedrig gehaltenen Marktzinsen passte die US-Notenbank ihre geldpolitische Strategie einseitig an diese aussergewöhnlichen Bedingungen an. Sie erhöhte 2020 das Inflationsziel resp. führte ein nur schwer nachvollziehbares Durchschnittsziel ein, das ein mehrjähriges Überschiessen der

Inflation erlaubt. Das Signal an die Märkte: Man werde eher zu spät reagieren und der Inflation erst einmal ihren Lauf lassen. Noch Ende Januar 2022 segnete das Fed das mittelfristige Strategiepapier ab, in dem es in Absatz zwei heisst: «Angesichts der sehr niedrigen Zinsen, die sich nahe am Minimum befinden, urteilt der Ausschuss, dass die Abwärtsrisiken für die Beschäftigung und die Inflation zugenommen haben.»

Eine grobe Fehleinschätzung, die aufzeigt, wie schlecht vorbereitet die Verantwortlichen auf die geldpolitischen Herausforderungen der kommenden ein, zwei Jahre sind.

Europas ungelöstes Schuldenproblem

Auch die EZB hat 2021 ihre geldpolitische Strategie nach einem umfassenden Evaluationsverfahren reformiert und dabei alles andere als den grossen Wurf erzielt. Auch sie blieb ganz im damaligen Niedrigzinsmodus gefangen. Sie hob das Inflationsziel minimal an, auf 2%. Das ist immerhin ein Fortschritt gegenüber der davor geltenden kuriosen Formel «nahe, aber knapp unter 2%», die aus einem Kompromiss heraus geboren worden war. Aber einen brauchbaren Wegweiser für den Fall, dass die inflationsfreie Zeit vorüber ist, hat sie nicht aufgestellt.

Anders als das Fed muss die EZB noch einen dritten Ball jonglieren, wenn sie die Geldpolitik trifft: nicht nur die Leitzinsen und QE resp. QT, sondern sie muss auch die Renditedifferenz zwischen den Mitgliedstaaten im Auge behalten – den sogenannten Spread. Schon zu Beginn der Währungsunion stand fest, dass die euroweite Geldpolitik nur funktioniert, wenn alle Mitgliedstaaten identische Bedingungen vorfinden. Zinssignale der EZB müssen überall ungehindert ankommen. Im Mittelpunkt standen dabei die Banken als Intermediäre.

Als die EZB begann, Staatsanleihen der Mitgliedländer aufzukaufen, wurde dieser Anspruch ausgedehnt. Inzwischen schaut die EZB auch darauf, dass die Marktpreise dieser Schuldtitel sich möglichst unisono bewegen. In Zeiten niedriger Zinsen lässt sich das ganz gut bewerkstelligen. Das ändert sich aber rasch, sobald die EZB gezwungen ist, die Zinsen markant zu erhöhen. Bonitätsschwachen Staatsschuldner – den üblichen Verdächtigen wie Italien, Spanien, Griechenland, Portugal – droht dann eine Spread-Ausweitung: Ihre Marktzinsen steigen viel schneller als anderswo, was die Staatsfinanzen und das lokale Bankensystem dann überdurchschnittlich belastet.

Die EZB will diesen dritten Ball unter Kontrolle halten, indem sie auf einen möglichst flexiblen Einsatz ihrer Liquiditätsinstrumente setzt. Treten Stresssymptome in einem Mitgliedland auf, dann soll die Zentralbank die Lage entspannen. Ob das funktioniert, weiss niemand. Es handelt sich um eine eiligst eingebaute Nothilfvorrichtung. Sie passt so gar nicht in das kommunizierte Bild einer geregelten Normalisierung.

Verantwortung

Pierin Vincenz wurde der mehrfachen Veruntreuung, der mehrfachen qualifizierten unreuen Geschäftsbesorgung und der mehrfachen Urkundenfälschung schuldig gesprochen.

Dafür muss er drei Jahre und neun Monate hinter Gitter. Ob das Urteil gerecht ist oder nicht, will ich hier nicht erörtern. Denn es geht es um viel mehr als nur um Vincenz. Es geht um den Ruf der Schweiz und ihrer Wirtschaft.

Es wird immer wieder vorkommen, dass sich ein CEO, der zuvor auch noch so gut unter die Lupe genommen wurde, während seiner Amtszeit zu einem Monster entwickelt. Dass das nicht unbemerkt bleibt, dafür gibt es eine einzige Instanz, die das genau beobachten und aufdecken muss: der Chef des CEO. In der Schweiz der Verwaltungsrat.

Gemäss Obligationenrecht hat der VR «die Oberaufsicht über die mit der Geschäftsführung betrauten Personen, namentlich im Hinblick auf die Befolgung der Gesetze, Statuten, Reglemente und Weisungen.» Das ist jedem VR-Mitglied bewusst. Dennoch passiert es viel zu oft, dass Verwaltungsräte stumm bleiben, keine kritischen Fragen stellen, sondern nur ihr nicht gerade geringes Gehalt abräumen, an den Pflichtsitzungen teilnehmen – und viel zu lange zusehen.

Sie finden diese Verallgemeinerung ungerecht? Ja, natürlich gibt es andere, aufmerksame Verwaltungsräte. Doch insgesamt sind die Gremien in der Schweiz viel zu zahm. Das gilt übrigens nicht nur für die Banken, die da immer zuallererst genannt werden. Also, liebe Verwaltungsräte. Seien Sie unbequem, nerven Sie den CEO, informieren Sie sich auf allen Ebenen und seien Sie der Chef, der die Ereignisse antizipiert und ihnen nicht hinterherläuft.



JAN SCHWALBE
Chefredaktor
zum Thema
Pierin Vincenz

Ein Steilpass für die SNB

Drei Ökonomen fordern mehr Transparenz. **PHILIPPE BÉGUELIN**

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) sei zu wenig transparent, kritisieren drei Ökonomen, das Direktorium entscheide hinter verschlossenen Türen. Es müsse offener kommunizieren, lautet die Forderung. Man könne die SNB nur zur Rechenschaft ziehen, wenn man verstehe, wie sie arbeite und wie sie funktionieren.

Die Kritiker sind die Wirtschaftsprofessoren Yvan Lengwiler aus Basel und Charles Wyplosz aus Genf mit Stefan Gerlach, Chefökonom EFG-Bank in Zürich und früher Vizepräsident von Irlands Notenbank. Die drei bilden das SNB Observatory und wollen die öffentliche Debatte über die Nationalbank fördern.

Sie monieren, bei den geldpolitischen Entscheidungen sei nur das Endergebnis bekannt. Die SNB solle Szenarien, Alternativen und Kontroversen darlegen – und so einen Beschluss besser begründen.

Als zweite Unzulänglichkeit sehen die Ökonomen das kleine Direktorium – derzeit mit Thomas Jordan, Fritz Zurbrugg und Andréa Maechler. Eine breite Basis in einem Entscheidungsgremium bringe eine tiefere und robustere Diskussion, und das führe zu weniger Fehlern, auch wenn die SNB gute Arbeit leiste.

Breiter ist das Gremium in der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt. Dort entscheiden sechs Direktoriumsmitglieder und dazu jeweils 15 der 19 Chefs der nationalen Notenbanken in Rotation. Das sei «sicher nicht nachahmenswert», sagte Wyplosz 2015 im FuW-Interview. Der EZB-Rat sei eher so etwas wie ein kleines Parlament und funktioniere mehr schlecht als recht.

In der US-Notenbank entscheiden die sieben Mitglieder des Board of Governors und jeweils fünf der zwölf Chefs der Distriknotenbanken. Interessant ist die lebhaft öffentliche Debatte. Die Chefs geben häufig Interviews in Zeitung, Radio und Fernsehen und äussern zum Teil konträre Meinungen. Das hilft, die Denkwiese im Fed zu verstehen, kann aber am Markt auch für Konfusion sorgen.

In der Nationalbank hingegen gilt das Kollegialitätsprinzip, und es wird bestens eingehalten – ganz anders als im Bundesrat. Verbreitet wird die Basis für einen geldpolitischen Entscheid, indem das Direktorium seine drei Stellvertreter einbezieht und mit dem Ökonomenstab diskutiert. Wie kontrovers die Debatte läuft, wissen wir nicht, denn nach aussen dringt bloss das Ergebnis.

Paradebeispiel für die «Diskretion»: Als der damalige SNB-Chef Philipp Hildebrand Anfang 2012 zurücktreten musste, hatte die SNB – mitten in der Eurokrise und der Verteidigung des Mindestkurses von 1.20 Fr./€ – drei Monate lang keinen Präsidenten, und der Nachfolger für das Direktorium kam erst nach sieben Monaten. Die Öffentlichkeit fragte sich, was da wohl vor sich geht.

Das Ei des Kolumbus, wie eine Notenbank organisiert sein soll, gibt es vermutlich nicht. Doch der Vorschlag, das Direktorium zu vergrössern und über die Entscheidungsfindung zu informieren, ist gut. Die SNB sollte den Steilpass der drei Ökonomen annehmen und sich reformieren, statt zu warten, bis ihr die Politik ein unausgegrenztes Konzept aufzwingt.

Strom-Schutzschirm schaffen

Der Bund will Versorgung im Notfall sichern. **ARNO SCHMOCKER**

Die Schweiz ist nicht bekannt für gesetzgeberische Hauruckübungen. Doch in der Frage der Stromversorgung drängt die Zeit. Die Energiemärkte sind aus dem Lot. Schon vor Weihnachten hatten geopolitische Spannungen zur Folge, dass die Energie- und die Strompreise nach oben schnellten.

Stromversorger wie Alpiq gerieten darob in Liquiditätsschwierigkeiten. Grund sind höhere finanzielle Sicherheitsleistungen, die sie gegenüber Energiebörsen an den Handelsplätzen hinterlegen mussten. Seither sind die Energiepreise zwar leicht gesunken, doch wegen der Invasion von Russland in die Ukraine haben die vorher schon krassen Schwankungen ein noch nie dagewesenes Ausmass erreicht. Belastend ist vor allem auch die Ungewissheit: Was, wenn der ruchlose Autokrat Putin den Gashahn zudreht?

Der Alpiq-Hilferuf an den Bund war ein Warnschuss. Zwar haben dem Energieunternehmen mittlerweile die als Aktionäre beteiligten Kantone eine Liquidität von 223 Mio. Fr. temporär zur Verfügung gestellt, doch in der eng vernetzten europäischen Energielandschaft können neuerliche Engpässe jederzeit Kettenreaktionen auslösen.

Dass der Bundesrat nun beschlossen hat, für die Strombranche eine Art Rettungsschirm für einen zwar unwahrscheinlichen, aber durchaus möglichen Notfall bereitzustellen, und zwar rasch, ist vernünftig. Das Funktionieren systemkritischer Versorger wie Alpiq, Axpo und BKW ist für die Schweiz mindestens so wichtig wie dasjenige der beiden

Grossbanken. Sie erbringen unverzichtbare Leistungen, die kurzfristig nicht zu ersetzen wären. Ein neues Gesetz soll vom Parlament noch in der Juni-Session dringlich beraten und danach laut Bundesrätin Simonetta Sommaruga «umgehend» in Kraft gesetzt werden. Das Ziel ist, das System und nicht einzelne Unternehmen zu stützen.

Das Konzept beruht, auch das ist zu begrüssen, auf dem im Land bewährten Instrument der Subsidiarität: Die Unternehmen müssen nachweisen, dass sie alles unternommen haben, um zahlungsfähig zu bleiben. Auch die Kantone müssen ihre Hausaufgaben gemacht haben, bevor der Bund als Lender of Last Resort einspringt. Der Bundesrat gedenkt, über Bürgschaften und Darlehen 5 bis 10 Mrd. Fr. zur Verfügung zu stellen. Das muss der Schweiz die Stromsicherheit wert sein. 2008 wurde die Grossbank UBS mit 6 Mrd. Fr. gerettet.

Um Fehlanreize zu vermeiden, sollen die Bedingungen für einen Schutzschirm wie damals «streng und unattraktiv» ausgestaltet werden. Dazu zählen Transparenzvorschriften, etwa über Terminmarktverträge im Handel, ein Dividendenausschüttungsverbot, hohe Risikoprämien und Sicherheiten in Form verpfändeter Wertschriften.

Erfahrungswerte bieten nicht nur die Grossbankenproblematik, sondern auch die Covid-Kredite. Gewisse Gemüter mögen sich beruhigen: Das Konzept des Schutzschirms trägt eher die Handschrift des in diesen Fragen sattelfesten Finanzals die des Energiedepartements.

FINANZ und WIRTSCHAFT invest



Jetzt können Sie in das **FuW-Eco-Portfolio** investieren, und zwar ganz einfach mit einem Anlagezertifikat, das

an der Börse SIX Swiss Exchange gehandelt wird. Wir sind überzeugt, dass Unternehmen, die eine CO₂-Reduktionsstrategie verfolgen, an der Börse besser abschneiden als andere.

Valorennummer: 56238777



Ebenfalls gibt es das **FuW-Risk-Portfolio** als Zertifikat. Unser Portfolio setzt seit 25 Jahren erfolgreich auf vielversprechende Schweizer Aktien mit dem gewissen Kick. Beim Investitionsentscheid gilt ein kurzer bis mittlerer Anlagehorizont, um auch von Spezial-situationen zu profitieren.

Valorennummer: 37270457



Abgerundet wird unser Angebot vom **FuW-Value-Portfolio** mit internationaler Ausrichtung. In der seit

über zehn Jahren geführten Auswahl stehen reizvolle Value-Aktien mit Fokus Nordamerika und Europa.

Valorennummer: 37270456

Mehr Infos zu allen Portfolios finden Sie auf fuw.ch/invest