

# und blieben in der Nacht wach»

notwendig. Er wehrt sich gegen die Klagen der Schweizer Banken über die verschärften Kapitalanforderungen



sfonds mit Devisenreserven

Industriegütern. Das versetzt die Schweizer Unternehmen in eine schwierige Lage. Trotzdem weiss sich die Industrie anzupassen. Sie erwirtschaftet nach wie vor 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, was ein gutes Zeichen ist. Ich besuche oft Unternehmen und bin immer beeindruckt über die Anpassungsfähigkeit der Industrie. Sie schafft neue Produkte, erschliesst sich neue Märkte und steigert ihre Effizienz. Unsere Geldpolitik unterstützt diese Anstrengungen der Industrie.

**Das Öl der Schweiz ist der Franken. Wäre die Gründung eines Staatsfonds nicht sinnvoller, statt die Bilanz der Nationalbank durch den Kauf ausländischer Devisen aufzublähen?**

Nein, das ist ein grosses Missverständnis. Der Franken ist nicht das Öl der Schweiz. Wir können nicht einfach die Devisenreserven der Nationalbank nehmen, um damit einen Staatsfonds zu alimentieren. In Norwegen ist das Öl eine Art Landeseinkommen. Im Fall von Singapur wird der Fonds aus dem Steuerüberschuss gespeist. Die Nationalbank dagegen hat die Devisen mit Franken gekauft, womit die Geldmenge gestiegen ist. Dieser Vorgang wirkt sich in der Bilanz nicht nur bei den Aktiven, sondern auch bei den Passiven aus. Die erhöhte Franken-Geldmenge ist eine Verbindlichkeit der Nationalbank. Deshalb können wir die Devisenreserven nicht einfach einem Staatsfonds schenken.

**Sie schliessen die Gründung eines Staatsfonds also aus?**

Dafür müsste der Bund uns die Devisenreserven abkaufen. Er könnte das theoretisch auf zwei Arten tun: Entweder gewährt ihm die Nationalbank einen Kredit, oder er leiht sich am Markt eine entsprechende Summe. Beide Möglichkeiten stossen auf bedeutende Hindernisse. Die Nationalbank darf den Bund nicht finanzieren, das ist gesetzlich verboten. Ausserdem macht es die Schuldenbremse dem Bund unmöglich, grosse Schuldenberge anzuhäufen. Aber ganz generell, ein Staatsfonds hätte wenig Vorteile in der Schweiz. So bestünde etwa das Risiko, mit der Geldpolitik in Konflikt zu geraten. Würde der Fonds in der Schweiz inves-

tieren, müsste er ausländische Devisen gegen Franken tauschen. Also würde der Franken aufgewertet. Auch in Bezug auf die Erträge auf den Devisenbeständen würde ein Staatsfonds nicht mehr bringen als die bisherige Anlagepolitik der Nationalbank, ausser er würde wesentlich grössere Risiken eingehen.

**Müsste man nicht die Schuldenbremse lockern, welche die Schweiz dazu zwingt, die Verschuldung zu verringern? Schliesslich ging es eigentlich darum, die Schulden konstant zu halten.**

Das ist eine Frage für die Fiskalpolitik und damit für den Bundesrat. Die Schuldenbremse hat der Schweiz aber gute Dienste geleistet. Wir konnten die Schulden auf konstantem Niveau halten, das haben wir anderen Ländern voraus. Ausserdem bietet die Schulden-

**«Die Vollgeldinitiative würde unser System komplett auf den Kopf stellen»**

bremse eine gewisse Flexibilität, weil sie die konjunkturelle Lage mit in Betracht zieht. Der Mechanismus ist intelligent. Ein System, das uns gute Dienste geleistet hat und um das uns viele Länder beneiden, sollte man nicht einfach so verändern.

**Die Liquidität, die Notenbanken ins Bankensystem gepumpt haben, kommt bei der Realwirtschaft nicht an. Der erhoffte Impuls ist ausgeblieben. Teilen Sie diese Einschätzung?**

Weltweit gesehen, ist an dieser Behauptung etwas dran. Die Zentralbanken haben seit Beginn der Finanzkrise viele Massnahmen ergriffen. Sie haben alle ihnen zur Verfügung stehenden Mittel genutzt, um die Wirtschaft anzukurbeln. Jetzt braucht es strukturelle Reformen und eine intelligente Finanzpolitik, um das Wachstumspotenzial weltweit zu erhöhen. Nur so kommt man zum Ziel. Die Geldpolitik allein reicht nicht aus.

**Haben die Notenbanken gemacht, was in ihrer Macht steht?**

Prinzipiell kann die Geldpolitik immer mehr machen: die Zinsen noch mehr senken oder die Geldmenge noch mehr ausweiten. Diese Feststellung gilt auch für die Nationalbank, die sich vorab darauf konzentriert, dem Druck auf den Franken zu begegnen. Aber in der aktuellen weltweiten Lage ist es wichtig, dass die Politik die nötigen Strukturreformen einleitet, um damit die Wirksamkeit der Geldpolitik wieder zu verbessern.

**Die Schweizer Banken beklagen sich über die schärferen Kapitalanforderungen, welche die Vergabe von Firmenkrediten verteuern. Sind Sie damit nicht zu weit gegangen?**

Nein. Wir haben in der Schweiz keinen Kreditengpass für Firmen und Privathaushalte. Nur Banken, die über genügend eigene Mittel verfügen, können überhaupt Kredite vergeben und eine internationale Kundschaft anziehen, die Stabilität sucht. In einer Welt, die von Unsicherheit geprägt ist, wollen viele Kunden – sowohl private als auch institutionelle – eine Beziehung mit einer Bank, die ihnen Sicherheit gewährt. Auf lange Frist ist eine solide Bilanz ein Wettbewerbsvorteil für die Schweizer Banken.

**Die Bevölkerung stimmt schon bald über die Vollgeldinitiative ab, die fordert, dass nur noch die Nationalbank Geld schöpfen darf, die privaten Banken nicht mehr. Wäre das nicht die Lösung für Finanzkrisen?**

Nein, ich glaube nicht, dass das System wesentlich an Stabilität gewinnen würde. Es ist zielführender, dass wir den Banken Vorgaben machen, wie hoch ihre Eigenmittel und ihre Liquidität sein müssen. Das Vollgeldsystem würde dagegen unser Bankensystem komplett auf den Kopf stellen. Kein anderes Land geht in diese Richtung. Überdies verlangt die Initiative, dass wir neu geschaffenes Geld direkt an die Wirtschaftsakteure verteilen. Das würde die Nationalbank ins Zentrum politischer Diskussionen stellen und ihre Unabhängigkeit bedrohen. Aus all diesen Gründen sind wir gegen diese Initiative.

Ausbildung gewesen sei. «Diese Zeiten waren aussergewöhnlich, das lässt sich schwer wiederholen», sagt Sturm. Er sieht deshalb im etwas tieferen Produktivitätswachstum eher eine Rückkehr zum langfristigen Trend der vergangenen 150 Jahre. «Wenn ich mich umschaue, dann kann ich jedenfalls keine Stagnation des technischen Fortschritts erkennen. Der grosse Nutzen zum Beispiel durch Smartphones ist zwar schwer zu messen, aber er ist offensichtlich.»

**Nur die stärksten Banken halten das lange durch**

Zahlreiche Forscher erwarten trotzdem, dass die langfristigen Trends noch weiter fort dauern – und damit die Zinsen weiter tief halten werden. Der Ökonom Larry Summers zum Beispiel sieht sich in seiner These von der anhaltenden Stagnation bestätigt: Die Welt stecke in einer langen Phase schwachen Wachstums, geprägt von sehr tiefen Realzinsen und niedriger Inflation.

Die tiefen Zinsen versetzen die Banken in Stress. Negativzinsen sind schlecht für die Zinsmarge und die Profitabilität. Nur die Stärksten können das über längere Zeit durchhalten. Die Börsenkurse vieler Banken spiegeln diese Unsicherheit. Die Credit Suisse hat in den letzten zehn Jahren mehr als drei Viertel ihres Werts eingebüsst.

Bei einer Mehrheit der Banken ist die Bewertung an der Börse mittlerweile tiefer als der Buchwert, für die Anleger sind die Banken also weniger wert als alle ihre Aktiven in der Bilanz. Gemäss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich gibt das «Anlass zu Besorgnis». Das Geschäftsmodell der Banken stehe infrage. Sie müssen wohl

ihre Fixed-Income-Abteilungen, die Zinspapiere handeln, schrumpfen.

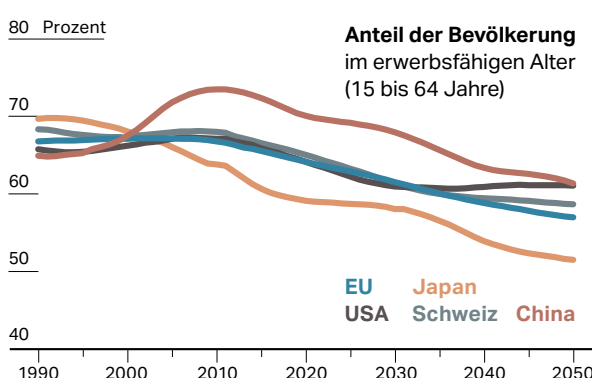
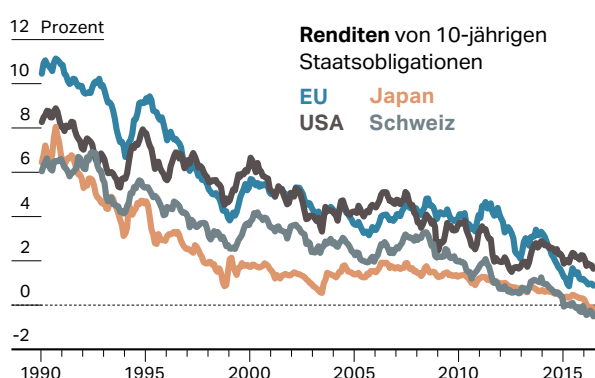
Lang anhaltende Tiefzinsen können nicht nur für Banken gefährlich werden. Versicherungen leiden ebenfalls, weil ihre Erträge auf dem Obligationenportefeuille dauernd zurückgehen, die Verpflichtungen gegenüber den Kunden aber nicht.

Düster sind die Aussichten für Pensionskassen, weil die sinkenden Zinsen den Barwert ihrer Verbindlichkeiten gegenüber den Versicherten stark aufblähen. Anders als Banken können sie jedoch nicht auf alternative Geschäftsfelder ausweichen. Sie sind deshalb gezwungen, sich immer stärker in teuren Immobilien oder riskanteren Anlagen zu engagieren oder bei einem Abrutschen in eine Unterdeckung Sanierungsmassnahmen zu ergreifen.

«Dass die Zinsen für sichere Anlagen noch Jahre tief bleiben, ist durchaus möglich», sagt Jan-Egbert Sturm. Das hätte auch unangenehme Folgen für die Geldpolitik der Zentralbanken. Mit Zinsen nah am Nullpunkt können diese bei Rezessionsgefahr oder anderen wirtschaftlichen Schocks nicht mehr mit Zinssenkungen gegensteuern. «Es wird schwieriger, mit der Zinspolitik die Konjunkturzyklen auszubügeln», sagt Sturm, «die Geldpolitik wird also grössere Probleme und weniger Wirkung haben, wenn die Zinsen tief bleiben.»

Armin Müller

## Sinkende Zinsen, schrumpfende Erwerbsbevölkerung



SoZ mav; Quelle: OECD, Eurostat, EZB, SNB