

EZB auf einem schmalen Grat

Die Europäische Zentralbank manövriert zwischen Konjunkturstimulierung und Finanzmarktstabilität. Die Debatte über Korrekturen an der expansiven Geldpolitik im Euroraum muss bald folgen. **MICHAEL HEISE**

Fortschritte bei den Impfkampagnen und eine Erholung der Weltkonjunktur haben die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Ländern der Eurozone in den vergangenen Monaten deutlich verbessert. In diesem Umfeld hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Projektionen für den Anstieg der Konsumentenpreise und für das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in diesem und im nächsten Jahr erhöht. Da sie aber schon bald wieder mit Inflationsraten deutlich unterhalb ihres Zielwerts rechnet, bleibt sie bei einer unverändert expansiven Ausrichtung der Geldpolitik. Den Zeitpunkt für Ausstiegsdebatten und eine Straffung der Politik sieht sie noch nicht gekommen. Angesichts günstiger Wachstumsaussichten und weiter steigenden Inflationsdrucks wird sich diese Frage aber im weiteren Jahresverlauf mit grosserer Vehemenz stellen. Vorsichtige Korrekturen der Geldpolitik erscheinen angebracht.

Der höhere Preisniveauanstieg der vergangenen Monate ist nach Einschätzung der EZB vorwiegend durch temporäre Effekte bedingt. So hat sie ihre Inflationsprojektionen für dieses Jahr und auch für 2022 leicht erhöht, sieht jedoch bereits im kommenden Jahr eine Veränderungsrate der Konsumentenpreise im Euroraum von nur 1,5%, die unterhalb ihres Zielwerts liegt. Auch die etwas erhöhten Projektionen der EZB sind allerdings als sehr moderat anzusehen.

Richtig ist, dass sich die Inflationsrate in der Währungsunion auf einem deutlich niedrigeren Niveau bewegt als in den USA, doch die preistreibenden Mechanismen sind dieselben: Energievertuerung und breite Steigerung der Rohstoffpreise, Angebotsengpässe bei Vorprodukten, hohe Transportkosten (Containerfrachtraten) und kräftige Steigerung der Nachfrage besonders nach Dienstleistungen werden die Inflationsraten auch auf der Konsumentenebene auf hohem Niveau halten und im Verlauf des zweiten Halbjahres wohl über 3% steigen lassen.

Lohnentwicklung ungewiss

Mit der Zeit werden Engpässe und Angebotseinschränkungen überwinden werden, und auch der preistreibende Nachholbedarf bei den Dienstleistungen wird abebben. In Anbetracht der hohen Geldbestände, die in der Eurozone während der Coronapandemie zusätzlich angespart wurden und die zum grossen Teil für Nachholkonsum verwendet werden dürften, könnte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage allerdings noch bis weit ins Jahr 2022 hinein recht stark bleiben. Überdies hängt

es in erheblichem Mass von den zukünftigen Lohnsteigerungen ab, ob die Inflationsraten schon bald wieder unter die Zielmarke von 2% sinken werden. Angesichts deutlicher Kaufkraftverluste für Lohnempfänger, stark steigender Unternehmensgewinne und des Arbeitskräftemangels in vielen Bereichen ist durchaus mit steigenden Lohnabschlüssen zu rechnen.

Die EZB hat bislang keinerlei Hinweise auf Korrekturen ihrer extrem expansiven Geldpolitik gegeben und setzt ihre Anleihenkäufe im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchasing Programme) unvermindert fort. Den Moment für eine Diskussion über den geldpolitischen Ausstieg sei noch nicht gekommen; vielmehr sei es wichtig, weiterhin günstige monetäre Rahmenbedingungen zu sichern. Für die Teilnehmer an den Finanzmärkten ist dies eine Art Zusage, dass die EZB sich deutlich steigenden Kapitalmarktrenditen für Staatsanleihen und verschlechterten Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen entgegenstellen würde. Bei starker Konjunktur und anhaltend expansiver Geldpolitik stehen die Chancen daher gut, dass sich die Bewertungen von Aktien oder Immobilien trotz des bereits erreichten hohen Niveaus weiter positiv entwickeln.

Allerdings wird sich die Frage nach Korrekturen der Geldpolitik, besonders im Hinblick auf eine Rückführung der gross dimensionierten Anleihenkaufprogramme, in den kommenden Monaten deutlicher stellen. Denn wenn die monetären Bedingungen zu lange zu locker bleiben, drohen – neben unerwünscht hohen Inflationserwartungen – auch zunehmende Übertreibungen an den Finanzmärkten, die eine Gefahr für das mittelfristige Wachstum darstellen. Darauf weist nicht nur der Internationale Währungsfonds regelmässig in seinen Analysen hin. Risiken für die gesamtwirtschaftliche Entwicklungen treten vor allem dann auf, wenn Übersteigerungen an den Finanzmärkten mit einer hohen Kreditdynamik im privaten Sektor einhergehen. Man muss sich nur an die Extremfälle der vergangenen zwei Jahrzehnte erinnern, die Dotcom-Blase Anfang des Jahrzehnts oder die Subprime-Krise vor dreizehn Jahren, die gezeigt haben, wie gross die Verluste an Wachstum und Wohlstand sein können, wenn krasse Übertreibungen an den Finanzmärkten korrigiert werden.

Für die Geldpolitik kann es also wichtig und richtig sein, sich bei Finanzmarkt euphorie gegen den Wind zu lehnen und nicht allein auf die Bankenregulierung zu vertrauen, um die Finanzstabilität zu wahren. Auch in der derzeitigen Situation spricht einiges für diese

Strategie: Sehr stark steigende (reale) Immobilienpreise, hohe Aktienmarktbewertungen, äusserst niedrige Risikoprämien in sehr vielen Finanzmarktsegmenten und der schubartige Anstieg der im privaten Sektor umlaufenden Geldmenge sprechen dafür, den Expansionsgrad der Geldpolitik zumindest etwas zu reduzieren und marktgetriebene Erhöhungen der Kapitalmarkttrenditen nicht vollständig zu unterbinden. Das kann den Konjunktur- und Finanzmarktzyklus kurzfristig etwas dämpfen, bringt aber mittelfristig höheres und stetigeres Wachstum.

Flexiblere Inflationssteuerung

Die vermutlich im September anstehende strategische Überprüfung der Geldpolitik der EZB wäre eine Möglichkeit, die Auswirkungen der Notenbankpolitik auf die Finanzmarktentwicklung auch in systematischer und konzeptioneller Weise zu berücksichtigen. Sollte sich die EZB etwa für eine flexiblere Form der Inflationssteuerung entscheiden, bei der das Stabilitätsziel etwas umfassender oder auch als Bandbreite um die 2% formuliert wird, entstünde ein grosserer Handlungsspielraum für die Währungsbüter, die Risiken und Nebenwirkungen ihrer Politik etwa auf die Finanzmarktentwicklung stärker zu gewichten. Monetäre Entwicklungen wie das Geldmengen- und das Kreditwachstum sind für die mittelfristige Finanzmarktstabilität in der Währungsunion von grosser Bedeutung, und es wäre gut, wenn ihnen geldpolitisch wieder mehr Bedeutung zukommen würde. Das wäre eine Stärkung der «zweiten Säule» der geldpolitischen Strategie, die seit Beginn der Währungsunion und der EZB existiert, aber in den vergangenen Jahren in der praktischen Politik keine hervorgehobene Rolle gespielt hat.

Fazit: Geldpolitik ist stets eine Abwägung von Chancen und Risiken. Derzeit schätzt die EZB die Chancen einer fortgesetzten expansiven Politik offenbar als grösser ein als die Risiken und Nebenwirkungen, die sich als höhere Inflation und weiter steigende Gefahren an den Finanzmärkten zeigen können. Die Debatte über notwendige Korrekturen der expansiven Geldpolitik, die in den USA bereits stattfindet, wird im Euroraum nicht lange auf sich warten lassen. Auch hier dürfte der erste Schritt in einer Rückführung der grosszügigen Anleihenkaufprogramme liegen. Angesichts der nach jahrelangen Niedrigzinsen sehr hohen Bewertungen an den Finanzmärkten und des beträchtlichen Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Haushalte werden Korrekturen der Geldpolitik Kritik hervorrufen und höchstwahrscheinlich auch Kursverluste bei Anleihen und anderen Finanzmarktprodukten nach sich ziehen. Im Interesse einer mittelfristig stabilen Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung müssen sie dennoch stattfinden.

Michael Heise ist Chefökonom von HQ Trust, ökonomischer Berater und Wirtschaftspublizist.

Dann steigen sie halt

Ein Trauerspiel, was sich in den vergangenen Tagen in den virtuellen Meetings der Opec zugetragen hat. Trotz komfortabler Ausgangslage – es ging darum, die Förderquoten angesichts der immensen Nachfrage etwas zu erhöhen – haben sich die Mitglieder des Erdölkartells nicht geeinigt. Die Vereinigten Arabischen Emirate stören sich an der Berechnungsmethode für die Länderquoten.

Ohne neuen Deal gelten vorerst die alten Quoten, und die sind laut Experten deutlich zu niedrig und schuld an der Unterversorgung des Weltmarktes. Deshalb sind die Preise nochmals kräftig gestiegen.

Das freut die Ölkonzerne und ein paar Ölstaaten, vor allem Russland, das sich wenig um die Quoten des Kartells schert. Für alle anderen bedeutet das: Energie wird teurer, und das heisst die Inflation zusätzlich an.

Bereits werden Stimmen laut, die dadurch den Aufschwung bedrohen sehen. Doch das ist Schwarzmalerei. Erstens sind moderne Volkswirtschaften heute viel weniger stark vom Ölpreis abhängig als noch vor ein paar Jahrzehnten, zweitens wird sich der Preis nicht einfach so schnell verdoppeln oder gar vervierfachen wie während der Ölkrise der Siebzigerjahre. Es besteht zurzeit zwar eine Knappheit am Ölmarkt, aber es ist eine Frage der Zeit, bis sie behoben ist.

Die US-Schieferölproduzenten stehen bereit, um von den höheren Preisen zu profitieren. Auch der Iran wartet nur darauf, sein Öl nach Aufhebung der Sanktionen wieder auf dem Weltmarkt verkaufen zu können. Zudem besteht die Möglichkeit, dass das Quotensystem der Opec nach dem jüngsten Knall ganz auseinanderbricht und bald jeder so viel pumpert, wie ihm behagt.



PETER ROHNER
Redaktor
zum Thema
Ölpreis



«Geldpolitik ist stets eine Abwägung von Chancen und Risiken.»

Dürrenmatts «F. C. Helvetia 1291»

Die Geschichte der Eidgenossenschaft, literarisch gespielt als Fussball-Parabel. **MANFRED RÖSCH**

Es ist vorbei, leider, das Fussball-Sommer-Märchen. Frankreich nach heroischem Kampf besiegt, Spanien beinahe bezwungen – das bietet Gesprächsstoff für die anbrechende Feriensaison.

Das Turnier mit seinem Auf und Ab bietet genau fristgerecht Gleichnisse für die eine oder andere Rede zum 1. August: Wir wollen sein ein einzig Volk von Brüdern (und Schwestern, selbstredend), wie unser tapferes Team, unsere Rasen-Recken. Was für eine Integrationsleistung uns doch gelingt, weit über das Zusammenführen von stierengrindigen Urnern, Schwyzern, Ob- und Nidwaldnern hinaus, was doch schon heikel genug war. Aus Schillers Drama liesse sich zudem die Bedeutung der Treffsicherheit anmahnen. Dies im Hinblick auf Katar, das nächste Turnier.

Sei drum, Schiller war ja kein Schweizer. Friedrich Dürrenmatt, vor hundert Jahren geboren, vor gut dreissig Jahren verstorben, jedoch schon, wenn gleich weiss kein Hurra-Patriot. Primär eher – wenn denn heute partout stets von Identität die Rede sein soll – ein Berner, in freiwilliger Einsiedelei hoch über dem frankophonen Neuchâtel hausend.

In Dürrenmatts überaus lesenswerten «Stoffen», seiner Werkbiographie, findet sich eine boshafte Parabel, in der er die Eidgenossenschaft als «F. C. Helvetia 1291» beschreibt und die Klubgeschichte von über siebenhundert Jahren aufs Korn nimmt. Schon vor langer Zeit machte, so der Autor, dieser Verein in ganz Europa

von sich reden, nämlich mit «Siegen über den F. C. Habsburg und den F. C. Burgund». Danach galt der «F. C. Helvetia 1291» eine Weile als Fussballgrosstmacht – bis die Niederlage der A-Mannschaft 1515 in Marignano andere Massstäbe setzte. Italien wäre denn auch an der aktuellen Europameisterschaft wohl nicht zu überwinden gewesen, wie sich in der Vorrunde bereits abgezeichnet hatte.

«Einst machte dieser Verein von sich reden: mit Siegen über den F. C. Habsburg und den F. C. Burgund.»

Marignano-Debakel hin oder her: Die guten Fussballspieler verliessen den Club und wurden Fussballsoldner, sie spielten beim F. C. Frankreich, beim F. C. Spanien, beim F. C. Vatikan (heute unbewaffnet beim F. C. Deutschland und F. C. England). Mit den Jahrhunderten jedoch schwand ihr Kampfesruhm allmählich, was sich «in der Niederlage des F. C. Helvetia 1291 gegen eine französische Profimannschaft 1798 bestätigte». Insofern wurde vergangene Woche in Bukarest späte Revanche genommen. Nach dem Schlusspfiff hätte freilich der Vorstand des «F. C. Helvetia 1291» endlich den von den napoleonischen Equipen seinerzeit eskamotierten bernischen Staatschatz

zurückfordern müssen, mit Zins und Zinsseszinsen. Damit wäre die AHV saniert, mindestens.

Die auf den Triumph in extremis gegen die französische Edel-Elf folgende Niederlage gegen den F. C. Spanien war bitter, doch ehrenhaft. Dürrenmatt hätte sie vielleicht kernig so verarbeitet: «Nicht der Sieg ist wichtig, sondern der Wille zum Sieg.» So dürfen wir denn alle stolz sein auf unsere Truppe, weil: «Beim Fussball breitet sich der Ruhm nicht nur über die Fussballspieler der A-Mannschaft aus, die gespielt und gesiegt haben, sondern auch über sämtliche aktiven und passiven Vereinsmitglieder.» Die ganze, hier auszugewählte mit Bedacht zweckentfremdete Satire trägt den Titel «Das gemästete Kreuz».

Übrigens wusste F. D. sehr wohl, wovon er schrieb; als Bub im Emmentaler Dorf Konolfingen war er ein flinker und beidfüssig torgefährlicher Kicker, bis ihn dann Krankheiten zeitweilig an die Seitenlinie bugsierten. Von seinem Horst pflegte er nachts mit dem Teleskop den unendlichen Sternenhimmel zu studieren. Tagsüber aber, manchmal abends, richtete er das Gerät gelegentlich nach unten: auf das alte Maladière-Stadion.

So sah er genau, was der F. C. Xamax daselbst bot, ja, Dürrenmatt hörte es sogar, wie er im Essay «Vallon de l'Ermitage» (seine kongeniale Wohnadresse) schrieb: «Mächtig dröhnt der Aufschrei der Zuschauer zu uns empor, fällt ein Tor, verliert der Verein, herrscht Totenstille.»

Überfälliger Schritt für die AHV

Initiative erzwingt Debatte über das Rentenalter. **PETER MORF**

Die längst überfällige Debatte über das Rentenalter wird in den kommenden Monaten und Jahren endlich stattfinden. Die Renteninitiative der Jungfreisinnigen ist zustande gekommen. Am 16. Juli wird die Partei rund 137'000 Unterschriften bei der Bundeskanzlei einreichen. Sie zwingt damit die Politik, sich ernsthaft mit dem Thema auseinanderzusetzen.

Die Initiative verlangt eine schrittweise Erhöhung des Rentenalters für alle auf 66 Jahre. Danach soll es nach Massgabe der Entwicklung der Lebenserwartung weiter angepasst werden. Damit könnte das Verhältnis zwischen Erwerbstätigen und Rentnern wieder in ein tragfähiges Gleichgewicht gebracht werden.

Der Vorstoss der Jungfreisinnigen ist bitter nötig. Seit Jahren verweigert sich die Politik mit wenigen Ausnahmen dieser Debatte. An vorderster Front tut dies auch der zuständige Innenminister Alain Berset. Die Argumente allerdings sind äusserst schwach: Eine allgemeine Erhöhung des Rentenalters sei nicht mehrheitsfähig oder die Mehrheit der Erwerbstätigen ziehe sich ohnehin vor dem regulären Pensionsalter aus dem Erwerbsleben zurück, heisst es etwa.

Die Behauptung, ein höheres Rentenalter habe nur eine geringe Akzeptanz in der Bevölkerung, entbehrt jeder empirischen Grundlage. Eine im Frühjahr publizierte Studie zeigt nämlich, dass sich rund die Hälfte der 55- bis 70-Jährigen gut vorstellen kann, im Rentenalter weiter zu arbeiten. Zudem zeigt sich, dass das effektive Pensionsalter schon heute über 65 Jahren liegt.

Statt mit den Sanierungsbemühungen am Kernproblem der notleidenden AHV anzusetzen – an der steigenden Lebenserwartung bzw. dem sich verschlechternden Verhältnis zwischen Erwerbstätigen und Rentnern –, versucht die Politik seit Jahren, neue Geldquellen zu erschliessen. Stichworte sind etwa die Staf-Vorlage, die Mehrwertsteuer oder der immer wieder versuchte Zugriff auf Gelder der Nationalbank. Das strukturelle Problem der AHV lässt sich aber nicht lösen, indem einfach stets mehr Geld in das System gepumpt wird. Auch mit hohen Milliardenbeiträgen lässt sich nur Zeit gewinnen, mehr nicht.

Nun wird die Debatte über dieses sozialpolitische Kernproblem der Schweiz erzwungen; das ist gut so. Es geht dabei um nicht weniger als die Existenz einer funktionierenden Altersvorsorge. Es zeugt von hohem Verantwortungsbewusstsein der Jungfreisinnigen, dass sie diese Initiative lanciert haben.

Umgekehrt müssen sich der zuständige SP-Bundesrat Berset sowie die Mehrheit der politischen Parteien – die FDP-Mutterpartei hat die Jungfreisinnigen immerhin unterstützt – Diskussionsverweigerung vorwerfen lassen. Das ist einer Demokratie unwürdig und blockiert eine wirksame Problemlösung. Das stellt der Politik ein denkbar schlechtes Zeugnis aus.

Die Prognose sei gewagt: Die Renteninitiative wird in der Volksabstimmung gute Chancen haben, angenommen zu werden. Das wäre ein grosser Schritt hin zur Sicherung der so wichtigen Altersvorsorge. Die künftigen Generationen haben ein Recht darauf.