

Transparenz-Welle erfasst Notenbanken

INFORMATION Bisher galten sie als verschwiegen wie das Grab. Inzwischen wird die Transparenz bei den Notenbanken grossgeschrieben – nicht immer ist das aber besonders erhellend.

BALZ BRUPPACHER
balz.bruppacher@luzernerzeitung.ch

Was haben Maradona, Odysseus und das Orakel von Delphi gemeinsam? Sie alle müssen herhalten, wenn es darum geht, die Politik der Notenbanken zu erklären. Die führenden Noteninstitute, darunter auch die Schweizerische Nationalbank (SNB), waren es, die das Finanzsystem vor fünf Jahren vor dem Zusammenbruch gerettet haben. So beherzt und willkommen das Eingreifen der Noteninstitute damals war, so klar ist heute, dass die Politik des billigen Geldes und der unkonventionellen Massnahmen nicht ewig weitergehen kann.

Protokolle für die Öffentlichkeit

Das Wann und Wie des Ausstiegs ist deshalb die grosse Frage der kommenden Wochen und Monate. Auch in der Schweiz, wo sich am kommenden 6. September zum zweiten Mal die Einführung des Euro-Mindestkurses jährt. Kommunikation spielt bei den künftigen Weichenstellungen eine wichtige Rolle. «Forward Guidance» lautet ein Rezept, das derzeit hoch im Kurs ist. Die Europäische Zentralbank (EZB) warf Anfang Juli ihr Prinzip über Bord, sich niemals für die Zukunft zu verpflichten, und gab der Erwartung Ausdruck, dass die Leitzinsen für einen längeren Zeitraum auf dem jetzigen oder einem tieferen Niveau bleiben. Dem Beispiel angelsächsischer Notenbanken dürfte die EZB in absehbarer Zeit in einem weiteren Punkt folgen: mit der Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle.

Der neue Gouverneur der Bank of England, der Kanadier Mark Carney, verknüpfte sein vorausblickendes Versprechen über anhaltend tiefe Zinsen Anfang August erstmals mit dem Ziel, die Arbeitslosenquote unter 7 Prozent zu senken. Transparenz heisst aber nicht immer Klarheit. So lösten die Äusserungen von US-Notenbankchef Ben Bernanke über die Bedingungen für einen Kurswechsel im Juni mehr Konfusion als Klärung aus. Heftige Kursauschläge an den Finanzmärkten waren die Folge.



Während einige Notenbanken Europas ihre Informationspolitik ändern wollen, geht der Chef der Schweizerischen Nationalbank, Thomas Jordan, einen autonomen Weg.

Freshfocus/Yoshiko Kusano

In Erklärungsnot geriet auch EZB-Präsident Mario Draghi, als er gefragt wurde, was denn «Forward Guidance» genau bedeute. «Es ist mehr als eine Prognose», sagte er, wollte aber nicht präzisieren, was die EZB unter einem «längeren Zeitraum» versteht.

Orakelspruch und Selbstdisziplin

Zur griechischen Mythologie griff EZB-Chefökonom Peter Praet, um die neue Kommunikationspolitik zu erklären. «Forward Guidance» besteht demnach aus zwei Elementen: Eines kann mit dem Orakel von Delphi verglichen werden, indem eine Notenbank aufgrund des gegenwärtigen Kenntnisstands ihren Erwartungen über den künftigen Pfad der Geldpolitik Ausdruck gibt. Dabei – und dies ist das zweite Element – bleibt die Notenbank aber ihrem Grundauftrag verpflichtet – ähnlich wie Odysseus, der sich an den Mast seines Schiffs binden liess, um den Versuchungen der Sirenen zu wider-

stehen. Was allein Worte bewirken können, führte Mario Draghi im Juli letzten Jahres vor. Ein einziger Satz – die EZB werde innerhalb ihres Mandats alles tun, was nötig ist, um den Euro zu retten –

«Blindes Mitmachen von Modewellen scheint mir gefährlich zu sein.»

THOMAS JORDAN,
SNB-CHEF

genügte, um die Finanzmärkte zu beruhigen. Das Verhalten der Marktteilnehmer erinnert an die Maradona-Theorie. Mervyn King, der diesen Sommer als Chef der Bank of England in Pension ging, zog 2005 in einer Rede Parallelen zwischen der Notenbankpolitik und den

beiden Toren des argentinischen Fussballers Diego Maradona, die 1986 an der Fussballweltmeisterschaft in Mexiko das Ausscheiden Englands besiegelten. Das erste, mit der Hand erzielte Tor gleichte dem früheren geheimnisvoll-mystischen Ansatz in der Notenbankpolitik.

Durchmarsch in der Geldpolitik

Das zweite Tor Maradonas hingegen bezeichnete King als beispielhaft für eine moderne Geldpolitik und die Macht der Erwartungen. Beim Sturm auf über das halbe Feld liess Maradona damals fünf englische Spieler stehen. Wirklich bemerkenswert war gemäss King aber, dass der Argentinier praktisch geradeaus rannte.

Dieser Durchmarsch sei einzig wegen der Erwartungen der englischen Gegenspieler möglich geworden. Sie rechneten nämlich damit, dass Maradona Haken nach links und rechts schlagen werde. Genauso funktioniert laut King eine

erfolgreiche Geldpolitik: Die Zinsen an den Finanzmärkten reagieren auf die Erwartungen, die die Marktteilnehmer an die Notenbank haben. Sie selber kann hingegen geradeaus marschieren und muss die Leitzinsen kaum gross verändern.

Kein Kurswechsel

Wie sieht das bei der Schweizerischen Nationalbank aus? Der Maradona-Vergleich trifft auf SNB-Chef Thomas Jordan und sein Team insofern zu, als sie mit Ausnahme des letzten Frühsommers nicht viel unternehmen mussten, um den Euro-Mindestkurs von 1.20 Franken zu verteidigen. Neuerungen in der Informationspolitik à la EZB und Bank of England sind für die SNB aber kein Thema. Eine direkte Verknüpfung der Geldpolitik mit Arbeitslosenquoten und Wachstumsraten kommt schon wegen des gesetzlichen Auftrags nicht in Frage. Vorrangiges Ziel ist die Preisstabilität.

Vorausschauende Aussagen macht die Nationalbank seit Mitte der 1970er-Jahre – zunächst in Form von Geldmengenzielen, seit Ende 1999 mit einer Inflationsprognose. Sitzungsprotokolle dürfte das dreiköpfige SNB-Direktorium in absehbarer Zeit hingegen kaum veröffentlichen. In einem kleinen Gremium, das traditionell im Konsens entscheidet, bringe die Publikation von Protokollen wenig, sagte Jordan schon 2007. Die relevanten Diskussionen würden einfach ausserhalb der eigentlichen Lagebeurteilungen geführt. «Blindes Mitmachen von Modewellen ohne ersichtliche und deutliche Vorteile scheint mir gefährlich zu sein», sagte Jordan und fügte hinzu: «Unbedachte Neuerungen können sich später leicht als Bumerang erweisen.»

Der Kaiser ohne Kleider

Auch der SNB gelingt die Kommunikation nicht immer nach Wunsch. In Erinnerung sind die verwirrenden Informationen über den Fall Hildebrand Ende 2011. Erhebliche Nebengeräusche löste auch die Information über die scharfe Kritik an der ungenügenden Kapitalisierung der Credit Suisse im letztjährigen Bericht zur Finanzstabilität aus. Und im Falle der ständigen Warnungen vor den Gefahren auf dem Immobilienmarkt riskiert die Notenbank ein Glaubwürdigkeitsproblem, wenn auf die Worte keine Taten folgen. Was bei fehlender Handlungsbereitschaft passiert, formulierte Philipp Hildebrand einst wie folgt: «Die Marktteilnehmer würden zu gegebener Zeit erkennen, dass der Kaiser ohne Kleider dasteht, und ihre Erwartungen entsprechend ändern.»

Das Stolpern über Schwellenländer vermeiden

Die Schwellenländer haben in den letzten Jahren den grössten Beitrag zum Wachstum der Weltwirtschaft beigetragen. Vom Wachstum in China hat auch Europa profitiert, nicht zuletzt die Schweiz. Doch mittlerweile hat sich der Ausblick verdüstert, die hohen Wachstumsraten sind vorbei. Die einstigen Tiger-Staaten wie Singapur, Korea und Taiwan liegen müde am Boden. Auf dem Elefanten Indien sitzt eine unfähige Regierung, welche die Neuwahlen im kommenden Jahr kaum überstehen wird. Wie paralysiert wird das Notwendigste von Tag zu Tag vollbracht, doch in der grössten Demokratie auf Erden liegt die Hoffnung heute auf einer neuen Regierung, welche dieses Land mit seinen Ressourcen an jungen, wissensdurstigen und lebensfrohen Menschen wieder in Schwung bringen soll.

In Brasilien hat man knapp noch ein relativ unbedeutendes Fussballturnier über die Bühne gebracht, und Angst herrscht vor allem, bis hinauf zum Fifa-Präsidenten Sepp Blatter, wie das herauskommen wird, wenn die Weltmeisterschaft in einer Umgebung stattfinden wird, in der die Mehrheit der Menschen desillusioniert in die Zukunft blickt. In Russland soll Sotschi zur Bühne werden, um der Welt das aufstrebende Russland zu demonstrieren.

Was in Wirklichkeit mehr an die Olympischen Spiele 1936 in Berlin erinnert, ist ein Umfeld mit einem hohen Grad an Rechtsunsicherheit: Recht ist, was dem Zaren Putin recht ist.

Manch eine Bank hindert das in jüngster Zeit nicht daran, vor allem Schwellenländer-Anlagen zu empfehlen. Seit Mai haben sich die Wechselkurse im Durchschnitt um 10 bis 15 Prozent verringert, die Aktien- und Anleihekurse ebenfalls. Seit Jahresanfang hat manch einer 25 bis 40 Prozent verloren, entsprechend günstig erscheint gegenwärtig der Einstiegszeitpunkt. Wie können wir das Stolpern über Schwellenländer vermeiden? Zwei Empfehlungen sind entscheidend. Erstens, dass es keinen direkten Weg gibt, um gewissermassen risikofrei vom realen Wachs-

tum von 5 bis 7 Prozent zu profitieren. Volkswirtschaftliche Wachstumszahlen sind kein Garant für den Anlageerfolg.

Gerade in jüngster Zeit sorgen die sozialen Ungleichheiten und das Auseinanderklaffen zwischen den wenigen Einkommens- und Vermögensstarken und den vielen im unteren Mittelstand und in Armut Lebenden für Unruhe. In den Schwellenländern liegt zwar viel unternehmerisches Potenzial brach, aber von der zunehmenden Wertschöpfung wird mehr denn je den Lohnabhängigen sowie für Sozialversicherungssysteme abgegeben werden müssen. Wie viel vom Wachstum dem Aktionär bleibt, ist in manchen Gesellschaften völlig of-

fen. So hat die neue chinesische Regierung eine Verdoppelung der Löhne innert zehn Jahren versprochen, aber niemand kümmert sich um den Mehrwert für Aktionäre, um klare Börsenregeln, straffe Buchhaltungspraktiken und eine rasche Verfolgung und Ahndung von Insiderdelikten. Die sogenannte «Corporate Governance» ist in den Schwellenländern unterentwickelt, aber auch weit unten in der politischen Prioritätenliste. Wer einem Geschäftsbericht traut, ist selbst schuld. Das gilt

AUSSICHTEN

übrigens auch für «öffentliche Statistiken insbesondere zu Wachstum, Inflation und Schulden.

Vielfach sind direkte Investitionen in brasilianische, russische, indische oder chinesische Aktien mit zahlreichen Risiken verbunden. Deshalb sei, zweitens, nicht das direkte Investieren, sondern das indirekte Vorgehen über ein westliches Unternehmen, das vor allem in Schwellenländern gut positioniert ist, empfohlen. Dazu zählt beispielsweise eine Firma Unilever oder Nestlé. Letzteres ist ein breit abgestützter Konzern, der über rund zwei Dutzend Marken verfügt, die jeweils mindestens

1 Milliarde Jahresumsatz erzielen. In den Schwellenländern, die bald schon die Hälfte zum Konzernumsatz beitragen, wächst Nestlé mit rund 11 Prozent pro Jahr (2012).

Das halte ich für mittelfristig kaum nachhaltig, vielleicht müssen wir uns eher an Wachstumsraten von 6 bis 8 Prozent «gewöhnen»: Das ist immer noch viel, und entsprechend dem Zinsumfeld in der Schweiz lohnt es sich immer noch, eher Nestlé-Aktien als Staatsanleihen zu halten. Grosse Sorgfalt ist Voraussetzung für eine solche Strategie, denn manch gut geführte und solide westliche Unternehmung bietet heute einen interessanten Zugang zu Wachstumsoptionen in Schwellenländern. Aber manchen Bewertungen liegen heute zu hohe Wachstumsziele zu Grunde, gerade im Luxusgüterbereich, wo die Schwellenländer fast 90 Prozent zum Wachstum der letzten Jahre beigetragen haben. Das grösste Risiko liegt dann wohl darin, dass die hohen Erwartungen an Wachstumszahlen und damit verbundenen Gewinnsteigerungen nicht eintreten.

MAURICE PEDERGNANA

ZUR PERSON

Maurice Pedernana (48) ist Professor für Banking & Finance an der Hochschule Luzern – Wirtschaft und Studienleiter am Institut für Finanzdienstleistungen.



Maurice Pedernana.
Bild Christoph Borner