



# Mehr Licht, bitte!

Die Nationalbank steht vor der schwierigsten Aufgabe ihrer Geschichte: Der Normalisierung ihrer extremen Geldpolitik. Damit dies gelingen kann, muss sie auch transparenter werden. **Von Markus Städeli**

**W**ürde der Job von Nationalbank-Chef Thomas Jordan öffentlich ausgeschrieben, könnte das Stelleninserat so lauten: «Sie sind der/die Wirtschaftskapitän/-in der Schweiz. Alle Akteure an den Finanzmärkten hängen an Ihren Lippen. Niemand hat mehr Einfluss auf den Wohlstand jedes einzelnen Bürgers als Sie. Das bringen Sie mit: Nerven aus Drahtseilen. Erfahrung bei der Quadratur des Kreises.»

Die Aufgabe von Jordan und seinen beiden Mitstreitern an der Spitze der Nationalbank (SNB) war schon vor der Corona-Krise äusserst schwierig. Seither ist die Lage der SNB noch viel misslicher geworden. Sie hat der Wirtschaft dieses Jahr mit einer riesigen Liquiditätsspritze unter die Arme greifen müssen. Damit hat sie die Notenbankgeldmenge noch einmal um mehr als 100 Mrd. Fr. aufgeblasen auf ein Niveau, das man noch vor ein paar Jahren für unmöglich gehalten hätte (s. Grafik). Ein so starkes Wachstum birgt mittel- bis langfristig das Risiko einer schwer zu kontrollierenden Inflation.

Die grosse Frage ist, ob von hier überhaupt ein Weg zurückführt. Falls ja, ist er sehr steinig. «Es wird für die Notenbanken äusserst schwierig, ihre Geldpolitik zu normalisieren», sagt Karen Ward. Sie ist Chefstrategin des Vermögensverwalter J. P. Morgan Asset Management. Zuvor war Ward leitende Wirtschaftsberaterin beim britischen Finanzministerium.

Sie erwartet, dass nach dieser Krise Narben zurückbleiben. Selbst wenn die Wirtschaft dereinst wieder normal wachse, stünden Staaten und Unternehmen weltweit mit wesentlich höheren Schulden da als vor der Pandemie. «Wegen dieses enormen Schuldenbergs haben künftig schon kleine Zinserhöhungen schmerzhaft Konsequenzen», sagt Ward. «Die Zinsen dürften daher während sehr langer Zeit sehr tief bleiben, und die SNB hat in

einem solchen Umfeld erst recht keinen Spielraum, ihre Geldpolitik zu normalisieren.» So hat die amerikanische Zentralbank bereits klargemacht, dass sie ihre Leitzinsen mindestens bis Ende 2023 bei null belassen will.

Weil die SNB den Preis unseres Geldes festlegt - die wichtigste Grösse überhaupt in einer Volkswirtschaft -, hatte sie schon immer eine enorme Machtfülle. Seit unsere Notenbank 2014 die Zinsen dauerhaft ins Negative gedrückt und ausländische Wertschriften in der Höhe von mehr als 900 Mrd. Fr. zusammengekauft hat, ist ihr Einfluss auf unser Alltagsleben noch einmal stark gestiegen.

## Ein Trio mit sehr viel Macht

So stark, dass es vielen Experten unwohl geworden ist. Denn bei der SNB entscheidet ein Dreiergremium völlig unabhängig über die Geldpolitik des Landes. Um es überspitzt zu sagen: Thomas Jordan, Andréa Maechler und Fritz Zurbrugg entscheiden im Alleingang, wie tief wir für unsere Ferien am Mittelmeer in die Tasche greifen müssen. Wie stark die Immobilienpreise steigen. Ob wir auf unseren Sparkonti Zinsen bekommen oder nicht. Darüber, wie dieses Trio seine Entscheide trifft, ist aber vergleichsweise wenig bekannt.

Vor kurzem hat deshalb der bekannte, wenn auch umstrittene Investor Martin Ebner im Interview mit der «NZZ am Sonntag» die mangelnde Transparenz der SNB beklagt: «Warum darf der Bürger die Entscheidungsgrundlagen der SNB nicht erfahren?» Er sei für die Unabhängigkeit der Nationalbank. «Das heisst aber nicht, dass die SNB nicht Rechenschaft über ihr Tun und Lassen ablegen muss», sagte Ebner.

Auch Schweizer Wissenschaftler fordern jetzt Veränderungen. Yvan Lengwiler, Professor für Nationalökonomie an der **Universität Basel**, findet das Thema derart wichtig, dass er sich anboten hat, für die «NZZ am

Auflage	117'947 Ex.	NZZ am Sonntag
Reichweite	405'000 Leser	8021 Zürich
Erscheint	woe	
Fläche	105'700 mm <sup>2</sup>	Markus Städeli
Wert	19'900 CHF	

Sonntag» einen Meinungsartikel zu verfassen. Dieser ist so gut geschrieben, dass ihn jeder Laie problemlos versteht (s. Link auf S. 26).

Das Fazit von Lengwiler, der auch Verwaltungsrat der Finanzmarktaufsicht Finma ist: «Die Unabhängigkeit der SNB von der Politik ist unbestritten. Aber die Öffentlichkeit sollte im Gegenzug die Geldpolitik debattieren können. Die Voraussetzung dafür ist viel mehr Transparenz, als Gegenstück zur umfassenden Delegation von Macht an die SNB.»

ETH-Professor Hans Gersbach stösst ins gleiche Horn. «Die SNB-Führung hat bisher keine offensichtlichen Fehler gemacht», sagt er. «Der Grund, wieso gewisse Reformen sinnvoll wären, ist ein anderer: Die SNB steht vor einer riesigen, wenn nicht gar unlösbaren Aufgabe. Sie muss nach der Corona-Krise ihre Geldpolitik normalisieren und die enorm gestiegene Notenbankgeldmenge zurückfahren.» Sei die Corona-Krise einmal überwunden, werde sie wohl nicht darum herumkommen, eine etwas stärkere Aufwertung des Frankens zuzulassen, so Gersbach, der auch das deutsche Bundesministerium für Wirtschaft berät. Für diese Normalisierungsschritte benötige die SNB ein Maximum an Vertrauen.

«Ich empfehle deshalb, dass die SNB künftig die Protokolle ihrer Direktoriumssitzungen veröffentlicht, damit die Öffentlichkeit nachvollziehen kann, was die Direktoren diskutieren», sagt Gersbach. «Natürlich sollte das eine redigierte Version sein», so der Ökonom. Es sei nicht sinnvoll, dass man Aussagen einzelnen Mitgliedern zuordnen könne, weil diese sonst unter öffentlichen Druck geraten könnten. Bei der Europäischen Zentralbank habe sich diese Transparenz positiv ausgewirkt, sagt Gersbach, der zu dieser Frage geforscht hat.

Lengwiler schreibt sogar, es gehöre heute zum Mindeststandard in Sachen Transparenz, zumindest die Protokolle der Sitzungen der entscheidenden Gremien zu veröffentlichen. Taktgeber bei dieser Entwicklung war natürlich die US-Notenbank.

### Politischer Druck

Reto Föllmi, Professor an der Universität St. Gallen, betont ebenfalls, dass er die SNB überhaupt nicht für ihre Geldpolitik kritisieren würde. Oder dafür, dass sie so hohe Währungsreserven anhäuft. Sie habe ja keine grosse Wahl ge-

habt. «Doch mit ihrer riesigen Bilanz kommt die SNB unter politischen Druck, eine aktivistische Anlagepolitik zu betreiben. Die aufgezwungene unkonventionelle Geldpolitik verursacht Kollateralschäden wie Negativzinsen für Pensionskassen, Preissteigerungen bei Vermögenswerten und mögliche Fehlinvestitionen», sagt Föllmi. Die Reserven weckten zudem Begehrlichkeiten bei Politikern. «Deshalb genügt die Standardkommunikation der SNB nicht mehr. Sie muss der Öffentlichkeit erklären, wie sie zur Höhe ihrer Währungsreserven steht und wie sie diese Gelder anlegt. Sie darf auch eine Meinung vertreten, wie ihre Ausschüttungen verwendet werden sollten», so Föllmi. Sonst laufe sie Gefahr, dass die Politik sich immer stärker einmische und dass sie Handlungsspielraum in der Geldpolitik verliere. Diese Kommunikation vernachlässige die SNB sträflich.

### Sexismus-Vorwürfe

Es ist nicht so, dass die SNB kein Sensorium für die Stimmung im Land hätte. Nachdem die Banken, die stark unter den Negativzinsen leiden, eine Kampagne gegen diese starteten, erhöhte die SNB die entsprechenden Freibeträge - um die Banken zu entlasten.

Im Frühling einigte sich die SNB mit dem Bund darüber, für 2019 und 2020 doppelt so hohe Gewinne an die öffentliche Hand auszuschütten wie zuvor: maximal 4 Mrd. Fr. pro Jahr. Wahrscheinlich wollte man damit auch jenen Parlamentariern die Luft aus den Segeln nehmen, die mit SNB-Geld zum Beispiel die AHV sanieren möchten.

Oft scheint die SNB von öffentlichen Diskussionen aber etwas überrascht. Etwa, als die Forderung aufkam, sie solle eine Anlagepolitik verfolgen, die im Einklang zu den Zielen des Pariser Klimaschutzabkommens steht.

Die «Republik» schrieb diese Woche zudem, dass die SNB ein



**Ich empfehle, dass die Nationalbank künftig die Protokolle ihrer Direktoriumssitzungen veröffentlicht.**

**Hans Gersbach,  
ETH-Professor.**

Auflage	117'947 Ex.	NZZ am Sonntag
Reichweite	405'000 Leser	8021 Zürich
Erscheint	woe	
Fläche	105'700 mm <sup>2</sup>	Markus Städeli
Wert	19'900 CHF	

«schwerwiegendes Problem» habe: «Über ein Dutzend Frauen berichten von Lohndiskriminierung, Mobbing und Sexismus.» Thomas Jordan stellte am Donnerstag an einer Medienkonferenz zur Geldpolitik in Abrede, dass Frauen systematisch benachteiligt würden. Er versprach, dass man jedem Einzelfall nachgehen werde.

Unbestritten ist, dass bei der

SNB eine männlich geprägte Kultur herrscht und dass es sich ganz grundsätzlich um eine sehr konservative Institution handelt. Dies erklären sich Beobachter mit dem Umstand, dass Mitarbeiter der SNB überdurchschnittlich lange treu bleiben. Sie räumen ihre gut bezahlten Posten meist erst bei der Pensionierung. So gibt es wenig Erneuerung.

Neue Ideen braucht es aber.

Auch im Hinblick auf die Digitalisierung des Geldes. «Die SNB sollte die Einführung eines E-Frankens als gesetzliches digitales Zahlungsmittel vorbereiten», empfiehlt Hans Gersbach. Er redet mit Bedacht von Vorbereitungsarbeiten. «Ein solcher Schritt braucht mehrere Jahre und sollte nicht überstürzt werden.»

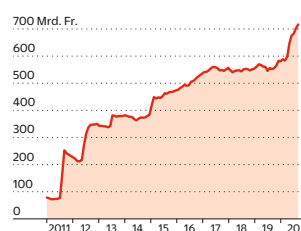
Will die SNB bereit für die Zukunft sein, muss sie schon heute die Weichen stellen.



Drei Personen bestimmen die Geldpolitik der Schweiz im Alleingang: Thomas Jordan, Andréa Maechler und Fritz Zurbrugg.

### Steiler Anstieg

#### Entwicklung der Notenbankgeldmenge



Quelle: SNB