

**Marco Bagutti**, Leiter Kapitalanlagen, Stiftung Auffangeinrichtung BVG

# Endlich Rückkehr zur Normalität! Oder?

Das Covid-19-Virus erschüttert unsere Welt. Die Folgen der Pandemie und der wegen ihr getroffenen Massnahmen werden uns auch wirtschaftlich noch lange beschäftigen. Sowohl die Staatsausgaben als auch die Haushaltsdefizite wachsen in einem Tempo und Umfang wie eine gewaltige, zu Tale donnernde Lawine. Mehrere Billionen Franken, Euro, Dollar, Pfund und andere Währungen wurden in Form von Krediten und Sofortzahlungen geleistet. Bürgschaften wurden gesprochen.

Die Frage drängt sich auf: Woher kommt all dieses Geld? Staaten können gemäss der umstrittenen Modern Money Theory fast beliebig Geld in ihrer eigenen Landeswährung ausgeben, ohne Zahlungsunfähigkeit anmelden zu müssen. Grenzenlos vermehren oder gar selber drucken kann ein Staat das Geld aber nicht. Nicht ohne die Hilfe seiner Notenbank. Genau hier beginnt das Dilemma: Die Politiker haben sich daran gewöhnt, dass ihre Notenbanken für die indirekte und verbotenerweise auch direkte Staatsschuldenfinanzierung sorgen. «Whatever it takes», wie Mario Draghi lange vor Ausbruch der Coronakrise sagte. Die EZB ergänzte ihr PSPP (Public Sector Purchase Programme) mit dem PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). Damit kauft sie für mindestens zusätzliche 750 Milliarden Euro Staatspapiere. Neu darf sie mehr als ein Drittel des Emissionsvolumens einer einzelnen Staatsanleihe erwerben, ja gar mehr als ein Drittel der Gesamtschulden eines Staats finanzieren. Mit den Statuten des Maastricht-Vertrags ist dies nicht vereinbar, wie das deutsche Verfassungsgericht am 5. Mai 2020 urteilte. Mit den Käufen von über 2.2 Billionen Euro seit 2015 bewegt sich die EZB nach Auffassung des höchsten deutschen Gerichts nicht mehr innerhalb ihrer sich aus den EU-Verträgen ergebenden Kompetenzen. Dabei beurteilte das Gericht bisher nur das PSPP, noch nicht aber das viel weitergehende PEPP.

Auch die Schweiz ist von dieser Situation mit den seit nunmehr fünf Jahren künstlich tief gehaltenen Zinsen betroffen. Die Nationalbank interveniert kräftig am Devisenmarkt, um ein Absinken des Euros gegenüber dem Schweizer Franken zu verhindern. Damit bläht sie die eigene Bilanz noch mehr auf und kauft mit dem damit geschaffenen Geld unter anderem ebenfalls im grossen Stil ausländische Staatsanleihen.

So wie der wirtschaftliche Lockdown darf auch dieser massive Eingriff der Notenbanken nicht lange



*«Sobald Anleger wieder für das Ausleihen von Geld entschädigt werden und die Höhe der Entschädigung von der Vertrauenswürdigkeit in die Staatshaushaltspolitik abhängt, werden endlich wieder Anreize für ein langfristig gesundes Politisieren geschaffen.»*

dauern, will man nicht enorme Folgeschäden riskieren.

Die aktuelle Lage böte eine ausgezeichnete Chance für die Rückkehr zur Zinsnormalität. Mit der stark steigenden Geldnachfrage seitens der Staaten müssten bei nicht gleich wachsendem Angebot die Zinsen steigen. Sobald Anleger wieder für das Ausleihen von Geld entschädigt werden und die Höhe der Entschädigung von der Vertrauenswürdigkeit in die Staatshaushaltspolitik abhängt, werden endlich wieder Anreize für ein langfristig gesundes Politisieren geschaffen. Die über die letzten Jahre für viele Anlageklassen entstandene Bewertungsblase wurde durch die Coronakrise zwar kleiner, ist aber immer noch vorhanden. Höhere Zinsen würden nicht zwingend eine Rezession bringen, sondern einen Gesundungsprozess einleiten.

Wie gut ein Markt ohne Interventionen funktioniert, zeigte sich in den vergangenen Wochen im Bereich der kurzfristigen Darlehen an Schweizer Kantone, Städte und Gemeinden. Bis zum Ausbruch der Coronakrise

konnten sie sich wie der Bund zu negativen Zinsen Geld ausleihen. Weil aber in Krisenzeiten die Liquidität ein äusserst gefragtes Gut ist, zogen sich einige Anleger vom Markt zurück. Gleichzeitig erhöhte sich bei der öffentlichen Hand wegen verzögerten Zahlungs- und Steuereingängen der Finanzierungsbedarf. Dies führte zu steigenden Zinsen. Gegenwärtig liegen diese bei null Prozent oder gar im leicht positiven Bereich.

Die gestiegenen, wieder positiven Zinsen führen zu einer weiteren Normalisierung: Einzelne Kantone, zahlreiche Städte und Gemeinden nutzten in den letzten Monaten die Möglichkeit der Negativzinsen, um Darlehen aufzunehmen, deren Geld sie gar nicht benötigten. Sie platzierten diese Gelder zu Null-Zinsen bei ihrer Kantonalbank oder einer anderen Institution, um einen Finanzgewinn zu verbuchen. Dass diese Möglichkeit nun nicht mehr besteht, ist nicht weiter schlimm, denn das Zinsdifferenzgeschäft ist definitiv nicht Aufgabe der öffentlichen Hand.

Es lebe die neue Normalität! |

In der Juliausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» lesen Sie einen Kommentar von Jérôme Cosandey.