

# Die Offenbarung der EZB

Die Europäische Zentralbank wird dem übergeordneten Ziel der Preisstabilität nicht gerecht. Zugleich erhöht sie die Anreize für fiskalische Abenteuer. Das setzt ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel. **TEODORO D. COCCA**

Der Überlieferung nach soll am Eingang zum Orakel von Delphi die Inschrift «Erkenne dich selbst» angebracht gewesen sein. «Erkenne dich selbst» als die Aufforderung, sich nicht nur in Worten und blossen Äusserlichkeiten zu verlieren, sondern das eigene Tun und Lassen im Innersten sorgfältig in den Blick zu nehmen. Wendet man diese Denkhaltung auf das Tun und Handeln der Europäischen Zentralbank (EZB) während der vergangenen zwölf Monate an, lässt sich einiges über ihre innere Überzeugung ableiten.

Vor ziemlich genau einem Jahr vermeldete Eurostat erstmals einen deutlichen Inflationssprung in der Eurozone auf 4,1%. Der Russland-Ukraine-Krieg war noch kein Thema, die sich entfaltende Inflationsspirale spiegelte sich jedoch bereits in den Daten. Ein Jahr später steht die Inflationsrate in der Eurozone auf rund 10% (Kerninflation 5%).

Zunächst fällt im Rückblick auf, dass die Inflationsprognosen der EZB bis heute kontinuierlich den Inflationsdruck unterschätzt haben. Nun ist die EZB hier in bester Gesellschaft, weil das Aufbäumen des Inflationsdrucks grundsätzlich von den allermeisten Akteuren nicht oder zumindest nicht in diesem Mass erkannt wurde (das gilt unabhängig vom Ukraine-Krieg, der als nicht prognostizierbares exogenes Ereignis zu qualifizieren ist). Aus einer ökonomischen Perspektive sind die verwendeten makroökonomischen Modelle zur Inflationsprognose jedenfalls zu hinterfragen, wenn die Inflationsdynamik dermassen falsch eingestuft wurde.

## Systemische Fehlprognosen

Jedes Modell hat naturgemäss Schwächen, die EZB hat aber offensichtlich auch die Wahrscheinlichkeit der Prognosefehler ihrer Modelle nicht richtig eingeschätzt und deshalb auch zu lange uneinsichtig auf ihrer Position des nur temporären Inflationsschubs beharrt. Das ist eine «handwerklich» relevante Verfehlung für eine Notenbank. Zum Vergleich dazu sei erwähnt, dass auch das Fed die Inflationsentwicklung zunächst falsch eingeschätzt hatte, sich aber viel schneller des Fehlers bewusst wurde und dies auch unverblümt kommunizierte.

In dieser Phase, in der die EZB von der tatsächlichen Inflationsdynamik und auch vom Marktkonsens überholt wurde, folgte das neue Mantra des EZB-Direktoriums, die Notenbankpolitik «data dependent» zu gestalten. Sprich, die Geldpolitik werde dann angepasst, wenn die Inflationsraten und die damit verbundenen Indikatoren eine relevante Veränderung signalisierten.

Dies klingt im ersten Moment sachlogisch gerechtfertigt. Im Zusammenhang mit der Inflationsentwicklung kann dies aber auch als sehr kritische Maxime gesehen werden, weil es damit immer eine reaktive Haltung gegenüber einer bereits in Gang gesetzten Preiserhöhungsspirale impliziert.

Diese Strategie berücksichtigt somit keinesfalls die psychologische Dimension der Inflation, deren Natur geradezu deshalb gefährlich ist, weil sie vielschichtige selbstverstärkende Effekte hat. Nicht ohne Grund wird von Notenbanken üblicherweise gefordert, die Inflationsentwicklung auf das Genaueste im Auge zu halten und bei ersten Anzeichen einer sich aufschaukelnden Inflation zu agieren. Denn es kann sich schnell eine Situation herausbilden, in der die Gefahr, zu wenig gegen die Inflation zu unternehmen, grundsätzlich grösser ist, als zu viel dagegen zu tun.

Warum ist das alles von grösster Bedeutung? Weil es um die künftige Glaubwürdigkeit der EZB geht. Hat eine Notenbank den grössten Inflationsschub seit Jahrzehnten nicht kommen sehen, dann werden sich die Marktakteure in Zukunft die Frage stellen müssen, welche Güte die jeweilige Ansicht der EZB zur Inflationsentwicklung noch hat. Noch

hat die EZB ihr Glaubwürdigkeitspotenzial nicht gänzlich aufgebraucht, die Inflation-Forward-Sätze deuten darauf hin, dass der Marktkonsens nun zumindest mit der Inflationsprognose der EZB wieder übereinstimmt.

Skeptischer ist der Aspekt zu werten, ob die Inflationserwartungen in der Realwirtschaft derart verankert sind, wie die EZB das weiterhin behauptet. Ob die dafür verwendete Consumer Expectations Survey (CES) tatsächlich das richtige Instrument ist, sei aufgrund der Fehlprognosen der Vergangenheit dahingestellt. Für eine Institution, deren primäre Aufgabe auf der Fähigkeit beruht, Inflationsentwicklungen möglichst frühzeitig richtig einzuschätzen, ist das alles kein Ruhmesblatt.

Nun kann man bezüglich des tatsächlichen Zeitpunkts und des Ausmasses der Zinserhöhungen aus guten makroökonomischen Gründen unterschiedliche Denkschulen vertreten. Darum geht es hier nicht. Vielmehr geht es darum, welche Reputation sich die EZB in dieser extremen Inflationsphase aufbaut oder eben nicht. Jede Krise bietet in diesem Sinne auch eine Chance, durch die eigene Reaktion darauf Erwartungen für die Zukunft zu bilden. Der Eindruck ist jedenfalls, dass die Inflationsbekämpfung nicht die prioritäre Rolle genießt, die die Europäischen Verträge umstösslich vorgesehen haben.



«Preissignale werden unterdrückt, mit dem Ziel, die Eurozone zusammenzuhalten.»

Bezeichnend – ja geradezu offenbarend – war die eiligst einberufene Notfallsitzung am 15. Juni. Nicht die rasant steigenden Inflationsraten waren Anlass dazu, sondern die steigenden Zinsen auf italienischen Staatsanleihen. Resultat der Sitzung war dann ein Antifragmentierungsinstrument, das es der EZB hinfirt erlaubt, Anleihen einzelner Länder ohne Auflagen mit Käufen zu unterstützen. Preissignale sollen damit unterdrückt werden, mit dem Oberziel, die Eurozone zusammenzuhalten. Klarer kann eine Handlung eine Haltung nicht offenbaren. Das «Whatever it takes» gilt weiterhin in Bezug auf das Zusammenhalten der Eurozone, nicht aber hinsichtlich der Inflationsbekämpfung.

Nun ist das Ziel des Zusammenhalts der Eurozone kein verwerfliches. Die sich manifestierende ökonomische Denkhaltung, wie dies erreicht werden soll, schon eher. Statt Marktsignale zuzulassen und damit ein Korrektiv gegenüber Ländern mit wenig soliden Haushaltsfinanzen wirken zu lassen, ist man gewillt, die Marktkräfte so weit wie nur möglich zu unterdrücken. Das komplette Eliminieren von Marktsignalen mag kurzfristige Probleme kaschieren, langfristig fehlt aber weiterhin ein Plan, wie jemals Anreize zur Eindämmung der explodierenden Staatsverschuldung entstehen sollen. Dies umso mehr, als die rechtlich-juristischen Korrektive (Maastricht-Kriterien, Stabilitätspakt etc.) keine wirkungsvollen Disziplinierungsmechanismen darstellen, weil sie durch die regelgebenden Instanzen regelmässig untergraben oder aufgeweicht werden.

## Heilsame Lektion aus London

Die aktuellen Ereignisse in Grossbritannien, so unrühmlich sie gerade für die sonst eher disziplinierte Haushaltsführung angelsächsischer Länder sind, beweisen, welch kraftvolles Korrektiv die Marktreaktion auf einen fiskalischen Abenteuerkurs haben kann, in London mit dem Resultat, dass ein ganzes Regierungsprogramm zu Fall gebracht wird. Diese Erfahrung wird die britische Politik womöglich noch lange prägen und jeglichen Fantasien von schuldenfinanziertem Grössenwahn a priori keine Chance geben.

Diese Hygienisierung in der Eurozone zu unterdrücken, scheint das Hauptziel der EZB zu sein. Dies bleibt ebenso ökonomisch fragwürdig wie die bisher laue Inflationsbekämpfung. Es geht aber sogar noch weiter, denn das neue Instrument der EZB fördert geradezu das Unterlaufen der Inflationsbekämpfung, indem es die schuldenfinanzierte spendable Fiskalpolitik der Mitgliedländer selbst in einem Inflationsumfeld anfeuert. Damit verletzt sie auch das Oberziel der Preisstabilität. EZB, erkenne dich selbst und lasse diesen Entwicklungen nicht einfach ihren Lauf.

Teodoro D. Cocca ist Professor für Wealth und Asset Management an der Johannes-Kepler-Universität in Linz.

## Preiskorrektur

Ein Phänomen ist am US-Immobilienmarkt zu beobachten. Der richtungsweisende Zins für dreissigjährige Hypo-

theken ist auf knapp 7% geklettert, so hoch wie seit zwanzig Jahren nicht, aber die Immobilienpreise reagieren nicht. Der nationale Preisindex hat sich abgeflacht und stagniert. Von einem landesweiten Preiseinbruch ist nichts zu sehen. Dabei wäre das plausibel angesichts des massiven Anstiegs der Vorjahre, negativer Bewertungsmassstäbe und der Aussicht auf weitere Zinserhöhungen der Notenbank, so dass die Hypozinsen nächstes Jahr gegen 10% laufen dürften.

Ein Blick nach Schweden, Kanada oder Australien stellt indes klar: Es dauert zwar einige Zeit, bis die Immobilienpreise fallen – aber letztlich korrigieren sie (vgl. Seite 16).

Das muss auch in der Schweiz zu denken geben. Hierzulande ist die Welt noch in Ordnung. Immobilienfonds haben zwar frühzeitig heftig korrigiert (vgl. Seite 5), aber die lokalen Eigenheimpreise fallen nicht. In der Region Zürich, dem Hotspot des überhitzten Schweizer Immobilienmarkts, sind die Preise im dritten Quartal erneut gestiegen. Die ZKB berichtet in ihrem Immobilienbarometer, dass einzig das Preiswachstum nachgelassen hat. Im Vergleich zum Vorjahr steigen die Notierungen erstmals seit längerem weniger als 10%. Das kann es noch nicht gewesen sein.

Dafür korrigieren die Mietpreise – allerdings nach oben. Da wegen der teureren Hypotheken die Wohnkosten bei Eigenheimen nicht mehr günstiger sind als bei Mietwohnungen, steigt die Nachfrage nach Letzteren. Gleichzeitig sinkt die Zahl der leeren Objekte. Folglich steigen die Angebotsmieten.



ANDREAS NEINHAUS  
Redaktor  
zum Thema  
Immobilien

# Fertig Füllhorn

Die kommende Budgetdebatte wird kontrovers. Der Bund muss sparen. **ARNO SCHMOCKER**

Wer auch immer das Finanzdepartement von Ueli Maurer übernehmen darf: Er oder sie muss eine dicke Haut haben und viel Überzeugungskraft in die Waagschale werfen. Ab 2024 werden die verfassungsmässigen Bestimmungen der Schuldenbremse verletzt, schon bald müssen umstrittene Sparsentscheide gefällt werden.

An seiner jüngsten Sitzung hat der Bundesrat den Zusatzbericht zum Vorschlag 2023 mit Finanzplan 2024 bis 2026 verabschiedet. Darin warnt er vor einer «besorgniserregenden» Entwicklung des Bundeshaushalts. In diesen drei Jahren türmen sich Defizite von 1,1 Mrd., 3 Mrd. und 3,1 Mrd. Fr. auf, falls keine Gegenmassnahmen ergriffen werden.

In diesen Zahlen sind angedachte Mehrbelastungen in Milliardenhöhe für familienergänzende Kinderbetreuung oder wegen der Migration sowie die einmalige Finanzierung der SBB von 1,2 Mrd. Fr. nicht einmal enthalten. Selbst das «Worst-Case-Szenario» des Finanzdepartements mit Fehlbeträgen von 3,3 Mrd., 6,3 Mrd. und 7,4 Mrd. Fr. hat Steigerungspotenzial. Was, wenn der Rettungsschirm für Stromkonzerne im Maximalumfang von 10 Mrd. Fr. in Anspruch genommen wird oder doch noch Abfederungsmaßnahmen wegen der hohen Energiepreise beschlossen werden?

Im vorherigen Finanzplan des Bundes vom Sommer 2021 stimmten Einnahmen und Ausgaben noch einigermaßen überein. Unterdessen jedoch haben sich die konjunkturellen Aussichten verdüstert.

Zudem hat das Parlament – sozusagen Coronakredit-trunken – zahlreiche neue Ausgaben ins Budget genommen (die Wahlen im Herbst 2023 lassen grüssen). Die beiden grössten Neuposten sind höhere Armeeausgaben und eine zusätzliche Verbilligung der Krankenkassenprämien als indirekter Vorschlag zur SP-Prämienentlastungsinitiative.

«Wachsende Defizite beschneiden die Handlungsfähigkeit des Bundes gerade mit Blick auf künftige nicht voraussehbare Krisen.»

Ein Glück, gibt es seit 2001 eine Schuldenbremse in der Verfassung. Sie fordert den Ausgleich zwischen Einnahmen und Ausgaben über einen Konjunkturzyklus hinweg und zwingt die Politik zum Masshalten. Was nun? Im Grundsatz besteht die Wahl zwischen zusätzlichen Einnahmen und Kürzungen. Beides hat Tücken.

Der Bevölkerung in wirtschaftlich schwierigen Zeiten Steuererhöhungen zuzumuten, ist politisch kaum durchzusetzen. Zudem sind sie in nützlicher Frist nicht realisierbar, da kompliziert und angewiesen auf eine Änderung der Verfassung. Im Zusatzbericht sind zwei Vorschläge enthalten, die das Problem allerdings wenig

entschärfen würden: späteres Inkrafttreten der Abschaffung von Industriezöllen und eine Steuer auf Elektromobilen.

Was Kürzungen betrifft, sind Schnitte nach dem Rasenmäherprinzip nicht opportun, da auch unbestrittene, sinnvolle Ausgaben gekappt würden. Bei den gezielten Einsparungen könnte das Parlament auf beschlossene, aber noch nicht umgesetzte Ausgabenpläne zurückkommen. Da bietet sich der indirekte Gegenvorschlag der Prämienentlastungsinitiative an (mindestens 1,7 Mrd. Fr. ab 2025). Er muss erst noch im Zweitrat behandelt werden.

Und wo bestehende Ausgaben kürzen? In der Budgetberatung in der kommenden Wintersession werden die Politiker mit einem Problem konfrontiert werden, das sie sich zu einem erheblichen Teil selbst geschaffen haben: Zwei Drittel der Bundesausgaben sind sogenannt zweckgebunden und lassen sich kurzfristig nur schwer, wenn überhaupt, anpassen.

Die stark gebundenen Ausgaben haben im vergangenen Jahrzehnt ein Fünftel zugenommen, was die Manövrierfähigkeit von Bundesrat und Parlament einschränkt. Auch in dieser Hinsicht müsste der Politik eine Bremse auferlegt werden.

Ein gesunder Staatshaushalt ist für den Standort Schweiz ein zentraler Erfolgsfaktor. Wachsende Defizite beschneiden die Handlungsfähigkeit des Bundes gerade mit Blick auf künftige nicht voraussehbare Krisen. Man will sich gar nicht ausmalen, wo der Bundeshaushalt heute stünde ohne Schuldenbremse.

Aktuell auf [www.fuw.ch](http://www.fuw.ch)

## FuW Temenos-CEO beschwichtigt

Der CEO des Bankensoftwareherstellers Temenos, Max Chuard, äusserte sich zum Einbruch im Lizenzgeschäft am Donnerstag beschwichtigend. Angekündigte personelle Konsequenzen schaffen jedoch keine Klarheit. Eine detaillierte Mittelfristprognose will Temenos erst im Februar vorlegen.

## Gurit verfehlt die Umsatzerwartungen

Der Zulieferer für Windturbinen Gurit hat die Umsatzerwartungen in den ersten neun Monaten knapp verfehlt. Während das Jahr in China bisher stark war, kaufen Abnehmer im Westen weniger als noch im Vorjahr. Der Ausblick einer Ebit-Marge von 2 bis 4% für 2022 bleibt bestehen.

## Blind investieren funktioniert nicht mehr

Früher konnte man blind investieren und hat trotzdem Rendite gemacht. Denn in der Regel geben in einer Wirtschaftskrise die Aktienkurse nach, aber die Anleihen legen zu. Damit ist es nun vorbei. Ein Portfolio mit 60% Aktien und 40% Anleihen hat seit Anfang Jahr 21% an Wert verloren.

## Britische Wirtschaft steckt in Schwierigkeiten

Grossbritannien befindet sich nicht nur in einer politischen, sondern auch in einer wirtschaftlichen Krise. Die Einzelhandelsumsätze fielen im September um 1,4% niedriger aus als im Vormonat. Der Rückgang fiel damit fast dreimal so stark aus, wie es Ökonomen vorausgesagt hatten.

## FuW-Apps



Behalten Sie täglich von morgens bis abends den Überblick über Wirtschafts- und Finanzthemen mit dieser neuen News-App von «Finanz und Wirtschaft». Lesen Sie aktuelle Artikel, Hintergründe und Beiträge, die es nur in der App gibt.



Die neue e-Paper-App von «Finanz und Wirtschaft» bringt die Zeitung im gewohnten Layout auf Ihr Smartphone oder Tablet. Die App bietet einen Lesemodus, einfache Navigation dank Zeitungsübersicht und ein ausführliches Ausgabenarchiv.

Beide Apps sind für FuW-Abonnenten gratis. Jetzt downloaden.