

# Notenbanken

## Die sechs Missverständnisse von Journalisten

**Z**eitungen und Marktkommentatoren spekulieren viel über den geldpolitischen Kurs im Jahr 2017. Wie schnell wird die Federal Reserve die Zinsen anheben? Wird die Bank of England auf die Inflation reagieren? Wird die Europäische Zentralbank den Beginn des Tapering (Auslaufen der Ankaufprogramme) für Januar 2018 ankündigen? Und wann wird die Schweizerische Nationalbank zum ersten Mal an der Zinsschraube drehen?

Doch die wenigsten Journalisten und Marktteilnehmer wissen, wie Notenbanker in der Praxis eigentlich ihre Politik festlegen. Sechs Missverständnisse sind besonders häufig anzutreffen.

Erstens: Zeitungs- und Marktkommentatoren konzentrieren sich zu stark auf die Veröffentlichung bestimmter Daten. Weil sich eine einzige wirtschaftliche Variable – etwa der positive Trend bei den Beschäftigungszahlen in den USA – in den letzten Monaten überraschend verändert hat, wird bisweilen behauptet, dass die Zentralbank ihren Kurs ändern werde. Manchmal wird geschrieben, dass ein einziger Datenpunkt – wie beispielsweise die unerwartet hohe Konsumentenpreisinflation im Euro-Raum im letzten Dezember – zu einem geldpolitischen Kurswechsel führen werde.

Dem ist nicht so. Bei der Festlegung der Geldpolitik müssen Zentralbanken wirtschaftliche Veränderungen über einen längeren Zeitraum im Voraus antizipieren. Die verfügbaren Daten dazu sind immer unklar und oft widersprüchlich. Häufig zeigen sich sprunghafte, wenig aussagekräftige Veränderungen. Geldpolitiker stützen sich auf unzählige Daten, um ein Mosaik der Wirtschaft zu erstellen. Sie ändern ihre Meinung deshalb nicht aufgrund einer einzigen Zeitreihe.

### Zentralbanken verfolgen keine heimlichen Ziele

Zweitens: Der Rolle einzelner Persönlichkeiten und der Uneinigkeit zwischen geldpolitischen Entscheidungsträgern wird eine zu grosse Bedeutung beigemessen. Journalisten und Marktkommentatoren spekulieren gerne darüber, wie Fed-Chefin Janet Yellen auf die Wirtschaftspolitik des neuen US-Präsidenten Donald Trump oder wie der EZB-Vorsitzende Mario Draghi auf die Kritik aus Deutschland an der Notenbankpolitik reagieren könnten. Sie blenden dabei aus, dass die Geldpolitik von Ausschüssen bestimmt wird. Zwar stehen die Chefs an der Spitze dieser Gremien. Doch sie legen die Geldpolitik nicht alleine fest. An der Kursbestimmung sind alle Ausschussmitglieder beteiligt. Die Einschätzungen der einzelnen Mitglieder im Hinblick auf die angemessene Geldpolitik gehen oft auseinander, eben weil die Daten unsicher und häufig widersprüchlich sind. Nur dann, wenn die Geldpolitik ganz offensichtlich falsch ist, werden sich alle Ausschussmitglieder einig sein, dass der Kurs geändert werden muss. Dies sollte allerdings nicht zu häufig vorkommen.

Drittens: Kommentatoren sind immer wieder davon überzeugt, dass Zentralbanken heimliche Ziele verfolgen. Die heutigen Zentralbanken bemühen sich aber sehr, transparent zu sein. Sie veröffentlichen Protokolle und Zusammenfassungen ihrer Diskussionen. Es ist für sie in der Praxis schlicht unmöglich, heimliche Ziele zu verfolgen. Dennoch neigen Beobachter zu Verschwörungstheorien. Dabei geht es oft – wie könnte es auch anders sein – um Wechsel- und Aktienkurse oder um die Vorstellung, dass es so etwas wie einen «Greenspan-Put» gibt (damit war in den 1990er Jahren die Idee gemeint, dass der ehemalige Fed-Chef Alan Greenspan bei fallenden Aktienkursen marktstützend eingreifen



**Stefan Gerlach**  
Chefökonom BSI, ehem.  
Vizegouverneur der  
irischen Zentralbank

«Medien spekulieren viel über Geldpolitik. Doch die wenigsten Journalisten wissen, wie Notenbanken funktionieren.»

würde). Wechsel- und Aktienkurse reagieren unvermittelt auf die Geldpolitik und lassen sich besonders schwer steuern. Sie stellen nur selten geldpolitische Ziele dar. Gegenteilige Behauptungen sind für geldpolitische Entscheidungsträger sehr frustrierend.

Viertens: Die Bedeutung der neuesten Forschung für die Geldpolitik wird übertrieben. Ein aktuelles Beispiel: Studien zufolge soll es vorteilhaft sein, wenn die Federal Reserve für eine High Pressure Economy sorgt, also eine sehr expansive Geldpolitik betreibt, damit Arbeitskräfte, die während der Grossen Rezession aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind, vom Arbeitsmarkt wieder absorbiert werden. Notenbanker können diese Idee durchaus nachvollziehen. Doch leider hat ein Grossteil der Forschung eine Halbwertszeit von wenigen Jahren. Will sich die Zentralbank durch Urteilsvermögen und Glaubwürdigkeit auszeichnen, dann sollte der Forschung, die schon bald veraltet sein könnte, keine grosse Bedeutung beigemessen werden.

### Die Wirtschaft reagiert auch auf grosse Zinsänderungen nur langsam

Fünftens: Beobachter überschätzen, wie stark die Wirtschaft auf die Geldpolitik reagiert. Bisweilen wird erzählt, dass eine Zentralbank gezwungenermassen «behind the curve» fallen, also der realwirtschaftlichen Entwicklung einen Schritt hinterherhinken wird, wenn sie ihre Geldpolitik nicht unverzüglich ändert. Doch die Wirtschaft reagiert auch auf insgesamt grosse Zinsänderungen nur langsam. Ob die Zinsen jetzt oder erst sechs Wochen später um 25 Basispunkte angehoben werden, spielt praktisch keine Rolle. Sollte eine Zentralbank in Rückstand geraten, kann sie immer noch das Tempo erhöhen und die Zinsen zum nächsten Datum um 50 Basispunkte anheben. Wird eine Zinsänderung gelegentlich aufgeschoben, bis sich der Nebel etwas lichtet, zieht dies kaum schwerwiegende Folgen nach sich. Vielmehr vermeiden Zentralbanken auf diese Weise, einen Zinsschritt einige Monate später wieder korrigieren zu müssen und dann der Inkompetenz bezichtigt zu werden. Dies dürfte einer der Gründe gewesen sein, weshalb die Federal Reserve 2016 wiederholt beschlossenen hatte, die Zinsanhebungen aufzuschieben.

Sechstens: Journalisten und Finanzmarktkommentatoren messen Prognosen eine zu grosse Bedeutung bei. So meinen einige Beobachter beispielsweise, dass es angesichts der schwachen Inflationsprognosen ein Fehler gewesen sei, dass die EZB beschlossen habe, ihre monatlichen Anleiheankäufe im zweiten Halbjahr 2017 zurückzufahren. Doch die Zentralbanker wissen, dass Prognosen, die sensibel auf Annahmen hinsichtlich externer Variablen reagieren, ungenau sind. Sie können daher unterschiedlich interpretiert werden und sind mit Vorsicht zu geniessen. Im Grossen und Ganzen eignen sie sich eher zur Strukturierung der geldpolitischen Diskussion denn als Indikator für die Geldpolitik.

Der Fairness halber muss gesagt werden, dass die besten Marktkommentatoren und Journalisten beeindruckendes Urteilsvermögen besitzen und über die wertvolle Fähigkeit verfügen, komplexe Sachverhalte einem breiten Publikum einfach zu erklären. Die kritische Analyse von Notenbankentscheidungen ist äusserst wichtig. Sie zwingt Geldpolitiker, die öffentliche Reaktion auf ihre Entscheidungen zu berücksichtigen, genau darauf zu achten, dass ihre Entscheidungen vernünftig sind, und gründlich darüber nachzudenken, wie sie diese präsentieren möchten. Externe Beobachter halten Zentralbanker auf Trab – und sorgen so, trotz den besagten Missverständnissen, für eine bessere Geldpolitik.

### MEHRWERT (7)

## Gross oder klein ist keine Frage

CORIN BALLHAUS

**E**rhalte ich als Einzelunternehmerin

Werbearufe von Callcenters, die mit den Verantwortlichen für Büromaterialeinkauf, Aussenwerbung oder Gebäudereinigung sprechen wollen, frage ich mich: Gehöre ich zu den Letzten meiner Art? Sind Grossfirmen zum Einheitsmodell der Wirtschaft geworden?



Bereits den Startups wird von Investoren eingetrichtert: «Think big, act bigger». In den Medien nehme ich Wirtschaft überwiegend in Form von (börsenkotierten) Grossunternehmen wahr. Wer VR werden will, sollte schon einmal ein Unternehmen mit mindestens 1000 Mitarbeitern geleitet haben, riet letzthin ein Profiverwaltungsrat. Selbst der Gesetzgeber scheint nur Tanker vor Augen zu haben.

All dies liesse darauf schliessen, dass die Schweiz eine halbe Million Grossunternehmen und 1500 KMU hat. Dabei ist es umgekehrt. Die stärkste Gruppe sind zu

### «Die virtuelle Organisation erlebt ein Revival.»

90 Prozent Mikrofirmen – mit einem bis neun Beschäftigten. Deshalb bedarf das Bild der Wirtschaft eines radikalen Make-over. Vermutlich wäre die Abstimmung über die USR III anders ausgefallen, wäre das Argumentieren auf ein realeres Wirtschaftsbild abgestimmt gewesen.

Einen Keil zwischen David und Goliath zu treiben, ist wenig zielführend. Vielmehr sollten wir Unternehmer uns darum bemühen, gemeinsam ein Ökosystem zu bilden. Derzeit stehen die Zeichen dafür gut. Unter Kostendruck bauen Konzerne Stellen ab. Das bedeutet allerdings selten, dass sich das damit verbundene Arbeitsvolumen in Luft auflöst. Über kurz oder lang münden die so resultierende Mehrbeziehungweise Überbelastung und der Know-how-Verlust in einer neuen Zusammensetzung der Wertschöpfungskette – über Firmengrenzen hinaus.

Soll es in der Arbeitswelt der Zukunft darum gehen, die individuellen Kernkompetenzen entlang der Wertschöpfungskette firmenübergreifend, lösungsorientiert und bedarfsgerecht zusammenzubringen, tritt die Bedeutung der Firmengrösse in den Hintergrund. Damit könnte auch die Idee der virtuellen Organisation, wie sie vor zwanzig Jahren in der BWL propagiert wurde, ein Revival erleben.

Corin Ballhaus ist Inhaberin von Ballhaus Profiling und Mitglied des Verbands Frauenunternehmen.

### DIALOG



**HZ Nr. 9** 2.3.2017  
«Diese drei Wahlen verunsichern Europa»  
Le Pen wird wahrscheinlich die Vorwahlen nicht überstehen, Wilders wird abgestraft – und in Deutschland entscheidet Schulz die Wahl für sich. Trump sei Dank. Jetzt muss man nur noch warten, bis Trump von einer Pressekonferenz aus direkt in die Klapmühle geführt wird oder die Offenlegung seiner Finanzen das Ausmass seiner Pleite darlegt,

dann gilt wieder Politik wie gehabt. Dann allerdings unter neuen Vorzeichen. Die Deutschen sind in der Mehrheit Europäer und Schulz steht für die Abstrafung der Briten durch die EU. Was die CDU bringt, ist nichts, was sie nicht selber ereilen könnte, auch steht hier die CSU diametral zur Mehrheitsmeinung. Schulz kann eines sicher nicht: gegen Merkel verlieren.  
Hans-Jürgen Lorenz



**HZ Nr. 9** 2.3.2017  
«Was sich Gastgeber und ein Bewerber zu sagen haben»  
Profi-Gastgeber gegen Hobby-Hotellbewerber. Ein Interview von Andreas Güntert @Handelszeitung. Thomas Frei @Wanderhotelier

**HZ Nr. 9** 2.3.2017  
«Handelszeitung»-Gespräch Mobility-Chef Marti Schade, dass sich @Mobility\_Suisse – zumindest vorerst – gegen #tesla entscheidet. #handelszeitung

Nichtsdestotrotz: tolles Interview!  
Andreas D. Hobi @andreashobi

**HZ Nr. 9** 2.3.2017  
«US-Zeitschrift voll des Lobes für die SBB»  
Die SBB sind innovativer unterwegs als Tesla via @Handelszeitung. Rasoul Jalali @Rasoul\_Jalali



**HZ Nr. 9** 2.3.2017  
«Ist die Elite noch glaubwürdig?»  
Könnte man nicht aufhören, von Volk und Elite zu reden? In diesem Land hat das Volk noch die Oberhand und nicht eine Elite! Das Volk hat die sogenannte Elite beobachtet, aus zwei Hauptgründen: a) Es ist nicht so dumm wie angenommen. b) Viele Haushalte können knapp noch ihre Rechnungen bezahlen. In einer solche Lage helfen weder Kampagne noch

Marketing-Tricks. Die Aufgabe ist jetzt einfach: Soziale Kluft verkleinern und sicherstellen, dass alle ihre Rechnungen bezahlen können.  
Ilias Maier

**Korrigendum**  
**HZ Nr. 9** 2.3.2017  
Die Angabe zum Ausländeranteil im Verwaltungsrat der Zurich Insurance Group auf Seite 7 der letzten Ausgabe ist falsch. Der Verwaltungsrat besteht zu 80 Prozent aus Ausländern und nicht zu 20 Prozent wie aufgeführt.  
Die Redaktion

### Schreiben Sie uns

Ihre Meinung ist uns wichtig. Wir freuen uns über Kritik, Lob und Anregungen über folgende Kanäle:

**E-Mail:** redaktion@handelszeitung.ch  
**Twitter:** twitter.com/handelszeitung  
**Facebook:** facebook.com/handelszeitung  
**Online:** Posten Sie Ihre Meinung auf www.handelszeitung.ch unter einen Artikel