

Das erste Amtsjahr des neuen Novartis-Konzernchefs
Vas Narasimhan kann sich sehen lassen **SEITE 25**

Laut dem Ökonomen Branko Milanovic
droht der Politik die wirtschaftliche Impotenz **SEITE 27**

Die US-Zentralbank hadert mit der Bilanz

Das Fed signalisiert eine längere Pause bei den Leitzinsanpassungen

MARTIN LANZ, WASHINGTON

«Man kann es sich leisten, geduldig zu sein.» Mit diesen Worten haben führende Vertreter der amerikanischen Zentralbank Federal Reserve das Publikum in den vergangenen Wochen darauf vorbereitet, dass sie es 2019 mit neuerlichen Zinserhöhungen nicht besonders eilig haben werden. Es überrascht deshalb nicht, dass der geldpolitische Ausschuss der Zentralbank an seiner ersten Sitzung im neuen Jahr das Zielband für die US-Leitzinsen unverändert bei 2,25 bis 2,5% belies. Der Entscheid fiel einstimmig aus. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell sagte am Mittwoch nach dem Entscheid vor den Medien, die amerikanische Wirtschaft sei weiterhin in einem sehr guten Zustand. Die Inflationsgefahr sei aber gedämpft, während die weltwirtschaftlichen und die Finanzmarktentwicklungen unsicherer geworden seien. Powell erwähnte namentlich Europa, China, den Brexit, Handelsgespräche und den US-Shutdown als Gegenströme. Man habe deshalb von einer Zinserhöhung abgesehen und werde auch hinsichtlich künftiger Anpassungen Geduld walten lassen. Die Börsen reagierten positiv auf den Entscheid.

Schlüsselbegriff «Geduld»

Im letzten Quartal des Jahres 2018 waren vor dem Hintergrund einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten Bedenken aufgekommen, dass die Zentralbank die Leitzinsen im vergangenen Jahr mit vier Schritten à 25 Basispunkte zu hoch erhöht habe und dass die Geldpolitiker auch 2019 an einem zu fixen Zinsnormalisierungsplan festhalten würden. Mit den jüngsten Erklärungen des Ausschusses – das Bekenntnis zur Geduld hat sogar Eingang in das offizielle Communiqué gefunden – und ihres Vorsitzenden dürften diese Bedenken vorerst vom Tisch sein.

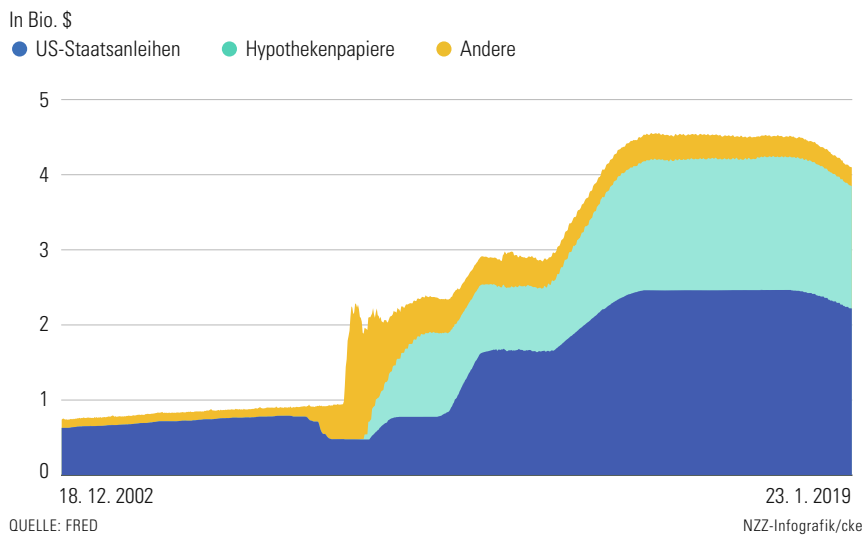
Das Federal-Reserve-System beeinflusst das Zinsniveau aber nicht nur über den Leitzins, die Federal Funds Rate, sondern auch über die Bilanz. Deshalb ist wegen der grösseren Unsicherheit auf den Finanzmärkten und des eingetrübten Wirtschaftsausblicks auch der Bilanzpolitik der Zentralbank wieder grössere Aufmerksamkeit zugekommen.



Der US-Notenbankchef Jerome Powell betreibt eine Politik der ruhigen Hand.

ANDREW HARRER / BLOOMBERG

Die US-Zentralbank baut ihre Wertschriftenbestände langsam ab



Im Zuge der Finanzkrise hat sich die Bilanz in Grösse und Zusammensetzung stark verändert. Die Aktiven der Zentralbank schwollen von 870 Mrd. \$ im August 2007 auf 4,5 Bio. \$ im Januar 2015 an. Dies, weil die Geldpolitiker zum Schluss kamen, dass die US-Wirtschaft mehr Stimulierung brauche als «nur» sehr niedrige Kurzfristzinsen, um wieder auf die Beine zu kommen. Sie erwarben deshalb in mehreren Schüben US-Staatsanleihen und hypothekenbasierte Wertpapiere im Wert von Hunderten von Milliarden Dollar mit dem Ziel, auch die langfristigen Zinsen stärker zum Sinken zu bringen, um so Investoren in riskantere Anlagen zu treiben und den Konsum anzukurbeln.

Nachdem die Bilanz fast drei Jahre lang stabil auf 4,5 Mrd. \$ gehalten worden war, begann der geldpolitische Aus-

schluss im Oktober 2017 mit der Normalisierung. Dieser Prozess der Bilanzkürzung verläuft passiv, indem das Fed die fällig werdenden Wertpapiere auslaufen lässt und die Erlöse nicht reinvestiert. Das hat dazu geführt, dass die Zentralbank ihre Staatsanleihenbestände im Wert von zeitweise fast 2,5 Bio. inzwischen auf 2,2 Bio. \$ und ihre Hypothekensanleihen von fast 1,8 Bio. \$ auf 1,6 Bio. \$ reduziert hat. Die Fed-Bilanz dürfte im Frühling erstmals seit Ende 2013 wieder Aktiven im Wert von weniger als 4 Bio. \$ umfassen.

Bilanzpolitik unter der Lupe

Die Zentralbank hat sich bisher offiziell auf den Standpunkt gestellt, dass dieser Prozess reibungslos verlaufe. Jüngst sind aber intern wie extern Stimmen laut geworden, die das Bilanzkürzungsprogramm für die Finanzmarkturbulzen Ende 2018 verantwortlich machen. Sie argumentieren, dass im gleichen Masse, wie der Bilanzaufbau via Wertschriftenkäufe die Investoren in riskantere Anlagen wie Aktien getrieben habe, nun der Bilanzabbau mit zunehmender Dauer das Umgekehrte bewirke und Investoren von der Risikonahme abhalte. Auch die Frage, welche Bilanzgrösse das Fed anstrebe, stand seit längerem im Raum.

Am Mittwoch hat sich der Fed-Chef deshalb ausführlicher zur Bilanzpolitik geäussert, ohne jedoch konkrete Zahlen zu nennen. Er liess aber durchblicken, dass der Prozess der Bilanzkürzung weit früher abgeschlossen werden dürfte als bisher angenommen. Als die Normalisierung Ende 2017 begann, ging man gemeinhin davon aus, dass das Fed seine Bilanz wieder auf 1,5 Bio. bis 3 Bio. \$ schrumpfen lassen würde. Neuere Schätzungen gehen von 3,5 Bio. \$ aus. Powell sagte, es seien noch keine Entscheide getroffen worden. Letztlich werde aber die Grösse der Bilanz durch die Nachfrage nach Bankreserven plus einen Puffer bestimmt. Banken hätten seit der Finanzkrise offensichtlich höhere Liquiditätsbedürfnisse und hinterlegten permanent mehr Geld bei der Zentralbank, weshalb die Fed-Bilanz dauerhaft grösser bleiben werde. Gleichzeitig machte Powell klar, dass die Bilanz nur im Notfall aktiv wieder zum Einsatz kommen werde.

Nationalräte halbieren die «Lex Heimatschutz»

Bei der Vergabe öffentlicher Aufträge werden Schweizer Lieferanten weiterhin bevorzugt – wenigstens bis zu einer gewissen Auftragshöhe

HANSUELI SCHÖCHLI

Wettbewerb ist zu fördern. Und der Staat soll mit seinem Geld sparsam umgehen. Solche Tugenden predigen vor allem bürgerliche Politiker in der Sonntagsschule gerne. Doch an Werktagen ist die Kardinaltugend die Verfolgung handfester Eigeninteressen. Ein Musterbeispiel lieferte die bürgerliche Parlamentsmehrheit in der laufenden Revision des Gesetzes über das öffentliche Beschaffungswesen. Dabei geht es um viel Geld. Betroffen sind gemäss Bundesrat Auftragsvergaben von Bund, Kantonen und Gemeinden für gut 40 Mrd. Fr. pro Jahr.

In der ersten Lesung war ein von SVP-Gewerbekreisen lancierter «Heimatschutz-Artikel» erfolgreich gewesen. Demnach müssten öffentliche Auftraggeber künftig als Vergabekriterium auch das Preisniveau am Produktionsort des Lieferanten berücksichtigen. Das heisst: Braucht zum Beispiel das Bundeshaus neue Fenster, bekommt ein Lieferant aus Tschechien gegenüber einem Schweizer Konkurrenten nicht mehr automatisch

den Vorzug, wenn er das bessere Angebot macht. Der Schweizer Fensterbauer könnte auch bei schlechterem Preis-Leistungs-Verhältnis den Zuschlag erhalten, weil das allgemeine Preisniveau in der Schweiz viel höher ist als in Tschechien (etwa 2,3-mal so hoch). Wie viel mehr der Schweizer Lieferant bei gleicher Qualität verlangen dürfte, war laut dem Vorschlag unklar.

«Krasser Verstoß»

Der Vorschlag versties nicht nur gegen den Grundgedanken des internationalen Handels, sondern auch gegen internationale Verpflichtungen der Schweiz – namentlich im Rahmen der Welthandelsorganisation (WTO) und bilateraler Handelsverträge wie desjenigen mit der EU. Finanzminister Ueli Maurer hatte im Dezember im Ständerat von einem «krassen Verstoß gegen WTO-Regeln» gesprochen und ein grosses Risiko zu Klagen geortet. Der Vorschlag «widerspricht klar WTO-Recht», sagt auch Marc Steiner, Spezialist für WTO-Recht,

zum öffentlichen Beschaffungswesen: «Man kann bei der Herstellung im Ausland nicht Lieferanten aufgrund volkswirtschaftlicher Gegebenheiten am Herstellungsort diskriminieren.» Steiner ist Bundesverwaltungsrichter, äussert hier aber seine persönliche Meinung.

Die Wirtschaftskommission des Nationalrats hat nun angesichts der höchst problematischen Rechtslage mit klarer Mehrheit einen halben Rückzieher gemacht, wie einer Mitteilung vom Mittwoch zu entnehmen ist. Die Kommission will zwar an einem Heimatschutz-Artikel festhalten, doch dieser soll nur noch für jene öffentlichen Aufträge gelten, die nicht staatsvertraglichen Regeln unterliegen. Damit soll das Einhalten der WTO-Regeln und der betroffenen bilateralen Abkommen der Schweiz mit der EU, China und anderen Staaten möglich bleiben.

Die entschärfte Fassung ist laut Bund völkerrechtskonform. Auch sie ist aber noch bedeutend. Gemäss Bundesschätzung war 2017 betragsmässig etwa die Hälfte der Beschaffungen der zentralen

Bundesverwaltung nicht durch Staatsverträge abgedeckt. Dies betrifft insbesondere Aufträge, die unterhalb der massgebenden Schwellenwerte liegen. So beträgt laut Bundesrat der Schwellenwert, ab dem nach internationalen Regeln eine öffentliche Ausschreibung für Lieferungen und Dienstleistungen für den Bund durchzuführen ist, 230 000 Fr., bei den Kantonen sind es 350 000 Fr. Bei Bauleistungen für den Bund beträgt der Schwellenwert 8,7 Mio. Fr.

Wenn die Spiesse kurz sind

Die Befürworter der Heimatschutz-Regel bemühen das sympathisch erscheinende Bild der «gleich langen Spiesse». In dieser Lesart ist es unfair, wenn ein Schweizer Anbieter mit einem ausländischen Anbieter aus einem Tieflohnland konkurrieren muss. Auch in seiner begrenzten Form sagt der Heimatschutz-Artikel, dass ausländische Lieferanten für ihren Wettbewerbsvorteil, den sie aus einem im Vergleich zur Schweiz tieferen Preisniveau ziehen, zu bestrafen sind.

Wohlgemerkt: Es geht hier nicht um Vorteile, die auf Verstössen gegen internationale Standards in Sachen Menschenrechten oder Umwelt beruhen.

Mit der gleichen Logik könnten andere Länder Schweizer Lieferanten für deren Wettbewerbsvorteile bestrafen, welche die Schweizer aus einem relativ hohen Produktivitätsniveau der helvetischen Volkswirtschaft ziehen – denn in dieser Logik ist es unfair, wenn zum Beispiel eine tschechische Firma mit Schweizern konkurrieren muss, die von der höheren Produktivität der hiesigen Volkswirtschaft profitieren. Das Lohnniveau einer Volkswirtschaft spiegelt in der Regel deren Produktivitätsniveau. Und dass unterschiedliche Länder unterschiedliche Stärken und Schwächen haben, ist gerade der Haupttreiber des internationalen Handels. Dieser fördert typischerweise den Wohlstand. Kaum jemals werden alle Länder bei allen Wirtschaftsfaktoren «gleich lange Spiesse» haben. Und sollte diese Utopie doch einmal Realität werden, würde der internationale Handel zum Erliegen kommen.