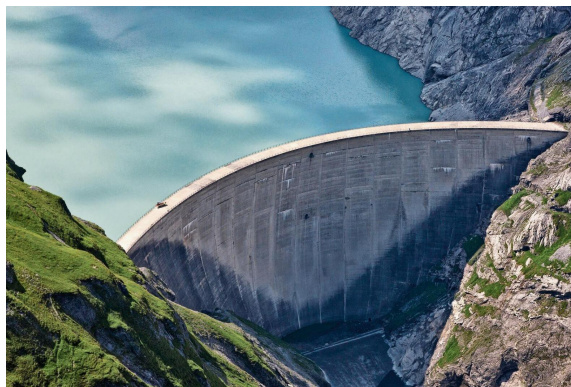


Zürich, 18. September 2022

Meine täglichen Gedanken

Toxisch?

vom 17. September 2022



Schlagzeilen aus Wikipedia

(Die Kommentare des Verfassers sind blau unterlegt)
9. Jahrgang Nr. 203

In den 2010er Jahren war Wasserkraft, anders als heute, nicht mehr lukrativ. Im Bild die Staumauer am Limmernsee.
A. Della Bella / Keystone

Wie toxisch ist die Axpo-Bilanz?

Christoph Eisenring, 17. September

Die Preishausse am Strommarkt hat den Elektrizitätskonzern überfordert – stützend wirkt, dass die Kraftwerke so wertvoll sind wie noch nie.

Die Kritik am grössten Schweizer Stromkonzern Axpo reisst nicht ab – und sie kommt aus gegensätzlichen politischen Lagern. **Der FDP-Ständerat Ruedi Noser hält das Handelsgeschäft der Axpo für viel zu gross und zu spekulativ**, während der SP-Fraktionspräsident Roger Nordmann die «kurzfristigen Profitinteressen» der Axpo kritisiert.

Handelt es sich bei der Axpo um eine Bank, ist die Axpo gar die Credit Suisse? Gemeinsamkeiten und Parallelen zum „Fall Credit Suisse“ sind durchaus auszumachen, nicht nur in Sachen Kritik. **Bei der Axpo ist das Handelsgeschäft viel zu gross, bei der Credit Suisse ist dies das Investment Banking**, auch dort haben sich Transaktionsvolumen stark verändert, die Nachfrage nach diesen Dienstleistungen hat sich verlagert. **Auch die Credit Suisse war und ist noch immer auf kurzfristige Profitinteressen fokussiert**, die Zeitenwende an der Börse durch die Zinserhöhungen weltweit wird auch die Kommissionserträge der Börse signifikant unter Druck setzen. Das haben wohl die Führungskrews der Banken noch nicht einkalkuliert. Und schliesslich kann man auch bei der Credit Suisse argumentieren, wie bei der Axpo, die Reserven, auch die stillen Reserven (Liegenschaften), obwohl abnehmend, seien so wertvoll wie noch nie....!

Der Ärger der Bundespolitiker ist verständlich, wurde dem Stromkonzern doch via Notrecht eine Kreditlinie von 4 Milliarden Franken eingeräumt. Damit stellt sich die Frage nach der Ursache. Hat der grösste Schweizer Stromkonzern im «Kasino» ein zu grosses Rad gedreht – und verloren?

Haben unsere beiden Grossbanken ein zu grosses Rad gedreht und verloren? Die UBS musste vom Bund und der SNB gerettet werden. Und wie steht es nun gar mit der SNB selbst? Hat sie mit Aktienanlagen in der Höhe von 200

Milliarden Franken Gegenwert nicht auch das zu grosse Rad gedreht?

Wer wird die SNB retten, wenn die Neubewertung der Aktienmärkte noch weiter gehen sollte? Wie gross wird das Loch bei der SNB am Jahresende sein, bis Ende Juni wies die SNB einen Verlust von knapp 100 Milliarden aus?

Abgesicherte Produktion - Eine Spurensuche führt als Erstes zu der stark aufgeblähten Bilanz des Konzerns. Die Bilanzsumme kletterte innert drei Jahren von 21 Milliarden auf 65 Milliarden Franken – eine schiere Verdreifachung. Die Eigenkapitalquote ging deshalb bis März auf magere 11 Prozent zurück.

Die Bilanzaufblähung der Grossbanken hatte in den letzten zwanzig Jahren noch weitaus grössere Dimensionen aufgenommen als jene der Axpo. Seit der Jahrtausendwende, als sich Marcel Ospel (UBS) und Lukas Mühlemann (Credit Suisse) sich anschickten, mit dem Kauf zweier grosser US Investmenthäuser den grossen US-Banken Paroli zu bieten und ihren Führungsanspruch in Frage zu stellen.

Was steckt dahinter? Im Vordergrund steht die Position «derivative Finanzinstrumente», deren Wert seit 2019 von 4 auf mehr als 32 Milliarden Franken geklettert ist. Angesichts solcher Dimensionen kann einem schon mulmig werden.

Auch hier sind die Parallelen auszumachen, neben dem Bereich Mergers & Acquisitions bei der der Grossbanken sind die Engagements in derivativen Instrumenten wohl längst ausser Kontrolle geraten. Es handelt sich bei den Banken nicht nur um Call- und Putoptionen und Financial Futures, es wurden längst Abarten geschaffen, welche Kasino hoch drei bedeuten. Und die Schadenfälle von UBS und Credit Suisse lassen grüssen....

Die Axpo argumentiert nun, der Anstieg der Derivate-Positionen bedeute nicht, dass man mehr Risiko genommen habe. Vielmehr sei dieser auch Folge davon, dass die Axpo ihre Schweizer Produktion von rund 24 Terawattstunden bis zu drei Jahre im Voraus absichere, und zwar, indem sie sie zunächst an der flüssigen deutschen Strombörse verkaufe. Damit schützt sie sich vor Verlusten durch sinkende Preise. Anschliessend muss sie diesen Strom aber wieder in den Schweizer Markt zurückschleusen, wo ihre Endkunden sitzen. Diese Geschäfte führen zu hohen Derivate-Beständen (vgl. Zusatz).

Die Axpo hat die Zeitenwende im Energiemarkt tüchtig falsch eingeschätzt und nach vielen Jahren des Überflusses und tiefer Energiepreise gar nicht für möglich gehalten. Wenn die Axpo ihren Strom bereits bis zu drei Jahren verkauft und damit die Preise abgesichert hat, so droht ihr jetzt die Retourkutsche mit bedeutend höheren Preisen. An der Wertschriftenmärkten zeigt sich genau das gleiche Bild. Es gab bei den US Technologieaktien kein Halten mehr, eine Zinswende konnte sich kaum noch jemand vorstellen, nun ist sie eingetroffen und stellt die Finanzmärkte komplett auf den Kopf.

Die Derivate-Position in der Bilanz ist nun ziemlich parallel zum Strompreis gewachsen, und zwar auf der Aktiv- und der Passivseite ungefähr im gleichen Rahmen. Dies deutet für Daniel Rupli, Leiter Aktien- und Obligationenresearch bei der Credit Suisse, darauf hin, dass die Positionierung

nicht nur in eine Richtung ein Risiko spiegelt und es sich zu einem grossen Teil um Absicherungsgeschäfte handelt.

Darf dies so vermutet werden, weder bei den Bank noch bei der Axpo wird dies der Fall sein, in beiden Branchen gilt: „When greed overcomes fear“. Der einzige Unterschied zwischen den Banken und der Axpo besteht wohl darin, dass die Gier der verantwortlichen Manager bei den Banken wesentlich grösser ist als bei der Axpo..... denn es locken noch immer grosse Saläre und Boni.

Die niedrige Eigenkapitalquote lässt sich somit zwar erklären und beunruhigt auch befragte Analytiker nicht. Gleichzeitig ist bekanntlich Wahrnehmung fast alles. Die Firmenleitung sollte jedenfalls alles daransetzen, dass die Bilanz sich normalisiert. Je weiter die Eigenkapitalquote noch sinkt, desto lauter werden die Rufe nach mehr Regulierung werden.

Genau das Spiegelbild wie bei den Banken. Auch die UBS und die Credit Suisse rühmen sich, ihre Eigenkapitalquote sei ausreichend und gar seit der Finanz- und Schuldenkrise in den Jahre 2007-2009 signifikant gestiegen (so wurde dies auch von der FINMA gefordert) und sei auch mit der internationalen Konkurrenz überdurchschnittlich....

Auch bei den Konkurrenten Alpiq (seit 2019 von 670 Millionen auf 9,5 Milliarden Franken) und BKW (von 150 Millionen auf 2,8 Milliarden) haben die Derivate-Positionen stark zugenommen – allerdings von einem viel niedrigeren Niveau aus, weil sie auch deutlich weniger Strom produzieren als die Axpo. Die BKW lehnt den Rettungsschirm denn auch ab, unter den sie nach dem Fall Axpo zusammen mit Alpiq gezwungen wurde. Sie sieht für sich kein Liquiditätsproblem.

Ein mögliches Liquiditätsproblem für die Stromkonzerne auszumachen, bedeutet wohl den „GAU“ für die Stromversorgung in der Schweiz, den sog. „Grössten Stromversorgungs-Unfall“. Davon ist auch die Axpo weit entfernt, deshalb sind die Befürchtungen völlig überzogen, aber es ist gut, dass der Rettungsschirm von 4 Milliarden Franken die Gemüter beruhigen kann.

Zu «konservativ» unterwegs? - Wodurch ist die Axpo nun in die Bredouille geraten? An den Börsen muss man die Differenz zwischen dem hohen Marktpreis von derzeit etwa 500 Euro pro Megawattstunde und dem Preis, zu dem die Axpo den Strom auf Termin verkauft hat, als Sicherheit hinterlegen. Wenn die Axpo vor einem Jahr zu 100 Euro verkauft hat, wären demnach 400 Euro je Megawattstunde als Sicherheit fällig. Denn die Börse will vermeiden, dass sie sich am Markt mit teurem Strom eindecken muss, wenn ein Lieferant ausfällt. Auch im ausserbörslichen Handel sind Sicherheiten üblich.

Die Termingeschäfte der Axpo und in weit geringerem Masse auch der Alpiq und der BKW haben sich als äussert verlustreich erwiesen. Männiglich könnte sich die Frage stellen, ob sich der Westen den Wirtschaftskrieg mit Russland überhaupt noch länger leisten kann? Auch wirtschaftlich wäre die Devise des früheren FDP-Nationalrates und Russlandkennener Ernst Mühlemann wohl die richtige Strategie gewesen: „Russland einbinden und nicht ausschliessen“! Doch noch immer hält der Westen an dieser wenig verheissungsvollen Strategie fest, wie lange noch??

Der wirtschaftliche Schaden des Westens durch die Ukraine-Krise ist ein mehrfaches grösser als erwartet!

Der ZKB-Analyst Armin Rechberger sagt nun: «Die Axpo hat sich «verspekuliert», weil sie eben nicht spekuliert hat.» Er meint damit, dass der Konzern konservativ unterwegs sei und eben mehr oder weniger die gesamte Schweizer Produktion über die Börse absichere, was nun zu dem hohen Mittelbedarf führe. Nachdem die Axpo am 5. September noch 2 Milliarden Franken flüssig hatte, sah sie sich ausser Lage, bei einem nochmaligen deutlichen Preisanstieg das geforderte Geld rasch beizubringen, und rief den Bund zu Hilfe.

Diese Beurteilung kann nicht nachvollzogen werden. Wenn jemand sein ganzes Vermögen einseitig einsetzt, kann nicht von einer konservativen Strategie gesprochen werden, wo blieb da die Risikoverteilung der Axpo? Auch der Strommarkt ist keine „one way-Street“, selbst ohne Krieg in der Ukraine.

Es gibt allerdings auch eine etwas weniger rosige Sicht der Dinge. Rupli von der Credit Suisse schreibt in seinem jüngsten Bericht, dass die enorme Verlängerung der Bilanz zu einer gewissen Intransparenz geführt habe. So kenne man etwa die Gegenparteien nicht und wisse nicht, welche Handelsgeschäfte die Axpo im Einzelnen eingegangen sei.

Auch dies entspricht dem Vorgehen der Grossbanken beim Einsatz von derivativen Instrumenten. Warum beschäftigen die Grossbanken Tausende von „Risk Controllern“ und „Due Diligence“ Mitarbeitern, um dann das Risiko voll aus den Augen zu verlieren....?

Schon im Jahresbericht per Ende September 2021 und damit vor Beginn der grossen Turbulenzen hatte die Axpo das maximale Kreditausfallrisiko auf 31 Milliarden Franken taxiert. Ein Jahr zuvor waren es erst 10 Milliarden Franken gewesen. Das ist keine gute Entwicklung, wenn auch hier wiederum die höheren Preise der Hauptgrund sind, womit automatisch die Summen in den ausgehandelten Verträgen zunehmen. Das Kreditrisiko begrenze man mit «strikten Limiten», betont die Axpo.

Für Aufsehen gesorgt hat auch, dass die Axpo im ersten Halbjahr (per Ende März) ihr Handelsergebnis von 139 auf 949 Millionen Franken vervielfachen konnte. Der Eigenhandel, bei dem die Axpo selbst ins Risiko geht, hat dazu rund ein Viertel beigetragen. Für Armin Rechberger erklärt sich das stark angestiegene Handelsergebnis durch die deutlich höheren Strompreise und auch durch höhere Preisschwankungen.

Mit aufgeblähten Zahlen lässt sich schwer argumentieren, es bleibt abzuwarten, welches Ergebnis das zweite Halbjahr per Ende September liefern wird.

Die Axpo betont, dass zum Handel auch das Absichern der eigenen Stromproduktion gehöre, womit man gerade das Marktrisiko verringere. Zudem zählen auch der Kauf von Strom von Produzenten erneuerbarer Energien im Ausland und der Weiterverkauf an die Konsumenten zum Handel. Durch diese Aktivitäten reduzierten sich das Liquiditätsrisiko und der Liquiditätsbedarf der Schweizer Absicherung um ungefähr die Hälfte. Damit will die Axpo insgesamt die Botschaft aussenden: Das Handelsgeschäft besteht überwiegend aus Aktivitäten, die wenig Risiko aufweisen oder dieses gar verringern sollen.

Immerhin resultierte im Handel im ersten Semester ein markanter Gewinn, von «verspekuliert» kann man hier somit kaum sprechen. Und auch in den letzten vier Jahren lag das Plus im Handel kumuliert bei rund 1,5 Milliarden Franken. Trotz allen Zusicherungen der Axpo sollten die Eigen-

tümer, also die Kantone, beim Handel aber sehr genau hinschauen, nicht dass sie und damit die Steuerzahler eines Tages ihr blaues Wunder erleben. **Die öffentliche Eigentümerschaft und der risikoreichere Eigenhandel passen zudem schlecht zusammen,** auch wenn die Axpo versichert, diesen seit Dezember 2021 stark zurückgefahren zu haben.

Auch die Grossbanken mussten ihren Eigenhandel signifikant auf ein Mindestmass zurückfahren. Da erinnerte man sich an die unrühmliche Vergangenheit der UBS mit Kweko Adoboli im Jahr 2011, welche die UBS rund 2 Milliarden Franken kostete und den Rücktritt von CEO Oswald Grübel zur Folge hatte.

Die Liquidität ist der Pulsschlag - Die Axpo hat auf die stark steigenden Liquiditätsanforderungen auf vier Arten reagiert, aber vielleicht zu spät oder nicht rigoros genug. Erstens wickeln die Stromkonzerne mehr Geschäft über den ausserbörslichen Handel ab. Traut man seinem **Gegenüber, gibt man sich auch mit weniger Sicherheiten zufrieden.** Zweitens geht Rechberger davon aus, dass die Axpo nicht mehr die ganze Produktion absichert und vielleicht bereit ist, für etwa 10 Prozent das Preisrisiko zu nehmen.

Drittens halbieren bereits heute Direktverkäufe an Stromversorger den Liquiditätsbedarf gegenüber einer Situation, in der alles über die Börse abgewickelt wird. Man muss aber auch **Nachfrager finden, die bereit sind, frühzeitig Abnahmeverträge abzuschliessen.** **Viertens schliesslich hatte sich der Konzern Anfang Jahr Kreditlinien über 2,5 Milliarden Franken bei den Banken gesichert und auch zwei Anleihen über 1 Milliarde begeben** – offensichtlich war das aber nicht genug, um auf der sicheren Seite zu sein, wie der Gang nach Bern zeigt.

Direktverkäufe sind der gangbare Weg, auf der sicheren Seite zu sein, allerdings bleibt notwendig, die Schweizer Stromversorgung im Auge zu behalten. Immerhin reduziert sich damit bei diesen Verkäufen das Derivatrisiko auf null!

Ist die Axpo nun ein Spielkasino oder nicht? Die Firma preist sich selbst als international führender Stromhändler an. Da die Firma im Handel Gewinn gemacht hat, ist bis jetzt **kein Solvenzproblem auszumachen,** auch wenn gewisse Analytiker in diesem Bereich über mangelnde Transparenz klagen.

Axpo, Grossbanken, SNB, wir befinden uns in einem grossen Spielkasino, es kommt nun nur darauf an, ob die Schweiz über die besseren „Groupiers“ verfügt als das Ausland. „Wenn die Flut zurückgeht und der Energie-Tsunami ein Ende nehmen wird, werden wir sehen, wer nackt geschwommen ist....!“

Adrian Oberlin, Chef der Schweizer Rating-Agentur Fedafin, hält das Geschäftsmodell der Axpo insgesamt für intakt. Er verweist auf die schwierigen 2010er Jahre, als Schweizer Stromunternehmen hohe Verluste erlitten und es schlecht um die Zukunft der Wasserkraft stand. Seither habe sich das Blatt gewendet. Die Kraftwerke von Axpo, Alpiq oder BKW seien derzeit wohl so viel wert wie noch nie, sagt Oberlin. **Um diese Kapazitäten zu vermarkten, brauche es auch den Handel.** So lasse sich der selbst produzierte Strom preislich absichern – **der Eigenhandel sei dafür hingegen nur bedingt nötig.** Aber letztlich sei dies eine politische Entscheidung.

In Zeiten der Stromknappheit, und diese Zeiten könnten noch länger als erwartet anhalten, geht es darum, mit seinen Reserven und Assets behutsam umzugehen, um eine Strommangellage zu vermeiden. Die Schweiz hat mit der Wasserkraft

hohe Reserven an erneuerbarer Energie. Diese wirken gleich wie die sog. „Value-Aktien“ an der Börse. In unsicheren Zeiten geht es in der Energieversorgung wie an Finanzmärkten zu und her, die Axpo muss die Zusammensetzung ihres Gesamtenergie-Portfolios auch in schlechten Zeiten hochhalten und verbessern.

Chefs nicht aus dem Schneider - Für alle befragten Analysten ist die Preishausse die naheliegende und plausible Erklärung für den enormen Liquiditätsbedarf und das Bilanzwachstum. Eine Unbedenklichkeitserklärung für das Management ist das aber nicht. Die Liquidität ist schliesslich der Pulsschlag eines Unternehmens. Es ist deshalb eine der wichtigsten Führungsaufgaben, stets dafür zu sorgen, dass genug flüssige Mittel vorhanden sind. Hier hat die Axpo-Führung versagt. Es sind in Europa erst eine Handvoll und nicht Dutzende Firmen vom Staat aufgefangen worden.

Noch in der Präsentation von Mitte Juni hatte der Konzern damit gerechnet, dass der Liquiditätsbedarf von März bis September von 3,7 auf 2,5 Milliarden Franken sinken würde. Doch es kam bekanntlich anders, die Preishausse ging erst so richtig los. Hat man sich hier zu wenig auf Extremereignisse vorbereitet? Die Finanzkrise lässt grüssen.

Dass sich kurz vor Weihnachten der Konkurrent Alpiq mit einem Hilfsantrag an den Bund gewandt hatte, dann aber von seinen Eigentümern frische Mittel erhielt, war gewiss ein Warnschuss, ebenso der Kriegsbeginn im Februar. Als der Bund im April dann mit der Idee des Rettungsschirms kam, dürfte das den Elan der Eigentümer-Kantone nicht gerade beflügelt haben, alles erdenklich Mögliche zu tun, um der Axpo aus der Patsche zu helfen.

Unsichtbarer Rettungsring - Der Kanton Tessin stützt klammheimlich eine Stromfirma *Stefan Häberli, Bern, 17. September*

Die Axpo ist nicht allein. Auch die Tessiner Stromfirma Azienda Elettrica Ticinese (AET) musste wegen Liquiditätsproblemen beim Staat anklopfen. Anders als die Axpo hat das Unternehmen die Kreditlinie seines Eigentümers, des Kantons Tessin, auch bereits in Anspruch genommen. Ein Sprecher der Firma bestätigte dies gegenüber der NZZ: «Ja, am 29. August wurden über die Kreditlinie 110 Millionen Franken abgerufen.» Die AET habe die Summe inzwischen wieder zurückbezahlt. Dass der Mini-Rettungsring keine Wellen schlug, liegt daran, dass er ziemlich klandestin gewährt werden konnte.

Ein Opfer der Trockenheit - Laut der AET existiert die im August angezapfte Kreditlinie bereits seit Jahren. Eine öffentliche Diskussion erübrigte sich damit. Ein notrechtlicher Eingriff der Kantonsregierung oder eine Parlamentsdebatte war für die Zahlung nicht nötig. Zur Obergrenze des Kreditrahmens wollte sich ein Sprecher der AET nicht äussern. Er betont, dass der Kanton Tessin für den Kredit marktkonforme Zinsen erhalten habe. Der Zinssatz bewege sich «sehr nahe» an den Sätzen, welche die AET ihren Banken zahle.

Die Trockenheit im Tessin hat der AET als Betreiberin von Wasserkraftwerken zugesetzt. Es kursieren Gerüchte, wonach die Firma nicht «nur» ein Liquiditätsproblem habe, sondern von einer Insolvenz bedroht sei. Der kolportierte Grund: Die bereits auf Termin – also im Voraus – an Kunden verkaufte, aber wegen der Dürre nicht produzierte Strommenge habe zu sehr hohen Preisen auf dem Markt beschafft werden müssen. Das habe der AET hohe Verluste eingetragen.

Ein Firmensprecher dementiert dies: Man habe sich bereits im Frühjahr, als der Strompreis noch deutlich unter dem heutigen Niveau gelegen habe, auf den Märkten mit Terminkäufen für das zweite Halbjahr 2022 abgesichert. Diese Strategie habe sich als richtig erwiesen und ermögliche es

dem Unternehmen, die Produktionsausfälle der Wasserkraftwerke zu kompensieren. Sprich: Die AET konnte sich den fehlenden Strom noch vor der eigentlichen Preisexplosion im Sommer beschaffen. Der Schaden dürfte sich demnach einigermaßen in Grenzen halten.

Die AET erklärt ihre Liquiditätsprobleme denn auch ähnlich wie die Axpo: Das Unternehmen verkauft den produzierten Strom wie in der Branche üblich mehrere Jahre im Voraus. Solche Termingeschäfte mögen zwar Assoziationen mit dem Reizwort «Spekulation» wecken. Es geht aber um das pure Gegenteil: Mit dem Verkauf auf Termin sichern sich Stromproduzenten wie die AET gegen sinkende Preise ab. Das ist an sich eine konservative Strategie.

Die Crux ist, dass bei solchen Geschäften Bargeld als Sicherheit hinterlegt werden muss. So wird sichergestellt, dass der Verkäufer den Strom zum vereinbarten Termin tatsächlich liefert. Steigt der Preis, nimmt der Wert des gehandelten Stromes zu. Der Verkäufer muss deshalb zusätzliches Geld als Sicherheit nachschliessen. Im Jargon bezeichnet man die Aufforderung, dies zu tun, als Margin-Call.

In normalen Zeiten bereitet dies den Stromproduzenten keine schlaflosen Nächte: Erstens erhalten sie das Geld wieder zurück, sobald sie den Strom geliefert haben. Die hinterlegte Sicherheit ist also mit einem Mietzinsdepot vergleichbar. Zweitens kennen die Elektrizitätsunternehmen die erwartbare Bandbreite der Preisschwankungen. Entsprechend können sie den Liquiditätsbedarf für mögliche Margin-Calls abschätzen.

Verhandlungen mit dem Kanton - Die Zeiten am Strommarkt sind derzeit allerdings alles andere als normal. Die Preise haben sich aus den bekannten Gründen auf ein Niveau vervielfacht, das vor zwei Jahren in der Branche niemand für möglich gehalten hätte. Deshalb müssen die Stromproduzenten im Rahmen von Termingeschäften nun enorme Beträge als Sicherheit nachschliessen. Genau damit kämpft offensichtlich auch die AET: Der erhöhte Liquiditätsbedarf sei durch Margin-Calls verursacht worden, bestätigt ein Firmensprecher.

Er versichert, dass es sich um ein temporäres Problem handle. Die Ertragskraft des Unternehmens sei gesichert, die Situation unter Kontrolle. Preissprünge wie jene von Ende August könnten jedoch zu «vorübergehenden Anspannungen» führen. Diese würden mit der Stabilisierung des Marktes zwar wieder abklingen. Angesichts «möglicher unerwarteter Marktentwicklungen» stehe die AET aber in Kontakt mit dem Kanton Tessin, um eine Erhöhung der Kreditlinien zu vereinbaren, damit jederzeit ausreichend Liquidität zur Verfügung stehe.

Um wie viel Geld es potenziell geht, ist derzeit noch unklar. In der gegenwärtigen Marktsituation sei es schwierig, Prognosen aufzustellen, sagt der Firmensprecher. Obwohl die AET bereits über ausreichende Kreditlinien bei den Banken verfüge, führe man Gespräche mit dem Kanton, um für den Notfall vorzusorgen. Im vergangenen Jahr produzierte die AET mit ihren Kraftwerken 945 Gigawattstunden Strom und erwirtschaftete einen Betriebsertrag von 790 Millionen Franken. Das Unternehmen mit Sitz in Bellinzona verfügt über eine Staatsgarantie des Kantons Tessin.

Märkte im Blick

Michael Ferber, 17. September

Franken gegenüber Euro so stark wie noch nie.

Die hohe Inflation und die Angst vor einer Energiekrise gelten als Hauptgründe.

Der Franken ist zum Euro auf ein weiteres Rekordhoch gestiegen. Am Donnerstagnachmittag wurden für einen Euro zeitweise nur noch 0,9532 Franken bezahlt. Dies war der niedrigste Stand seit dem Start des Euro. Vorübergehend stieg der Euro anschliessend wieder über die Marke von 0,96 Franken, fiel am Freitag aber wieder darunter.

Seit Anfang Jahr hat der Euro gegenüber dem Franken mehr als 8 Prozent an Wert eingebüsst. Als Gründe für die Euro-Schwäche gelten die schlechten Aussichten für die europäische Wirtschaft infolge der Gaskrise sowie die hohe Inflation. Gegenüber dem Franken kommt zudem die wohl bevorstehende Leitzinserhöhung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) am 22. September sowie der Status des Franken als sicherer Hafen zum Tragen.

Abhängigkeit von Russland - Bei der Stärke des Frankens gegenüber dem Euro spielt die Energieabhängigkeit Europas von russischem Gas eine wichtige Rolle. Laut Sven Schubert, Anlagestrategie bei der Bank Vontobel, **sind die Lager im EU-Durchschnitt mit 60 Prozent relativ gut gefüllt. Es sei jedoch fraglich, ob Energierationierungen in diesem Winter vermieden werden können.** So konsumiere die EU in einem normalen Winter rund die doppelte Menge des derzeit gelagerten Gases. **Letztlich hänge es auch vom Verlauf des Winters sowie der Nutzung möglicher alternativer Energiequellen ab, ob eine Energiekrise vermieden werden könne. Eine solche könnte indessen die europäische Wirtschaft in die Rezession stürzen.**

«Die Rezessionsrisiken in der Euro-Zone und anderswo sind klar gestiegen, so dass dieses Szenario als durchaus wahrscheinlich gilt», sagt auch Anastassios Frangulidis, Chef Multi-Asset-Anlagen bei der Bank Pictet. Während in den USA die bereits restriktiv gewordene Geldpolitik der Treiber dieser Entwicklung sei, gehe in Europa das Risiko vor allem von der aktuellen Lage auf dem Energiemarkt aus.

Krieg mischt Karten neu - Die Ökonomen der Bank Raiffeisen weisen derweil darauf hin, dass die infolge des Ukraine-Kriegs massiv gestiegenen Gas- und Strompreise die Kosten in Europa in die Höhe getrieben haben und **die Wettbewerbsposition Europas schwächen. Dies lässt sich an den Terms of Trade verdeutlichen, die sich für Europa verschlechtert haben, weil die Import- schneller als die Exportpreise gestiegen sind. Die Schweiz ist hier laut den Raiffeisen-Ökonomen wegen ihrer geringeren Gasabhängigkeit und Energieintensität weniger stark betroffen als die Euro-Zone, was sich im Euro-Franken-Wechselkurs widerspiegelt.**

Die Euro-Zone war in den vergangenen Monaten von einem starken Inflationsschock betroffen, der sich ebenfalls in der Entwicklung des Euro-Franken-Wechselkurses zeigt. Seit Ende 2020 sind die Produzentenpreise in der Euro-Zone laut Schubert um rund 50 Prozent **gestiegen, in der Schweiz hingegen nur um 6 Prozent. Darin spiegelten sich die schlechtere Energie-Diversifizierung der Euro-Zone sowie die stärkere Bedeutung der Industrie für die europäische Wirtschaft wider.**

Vor der Zinserhöhung - Nach dem Entscheid der SNB von Mitte Juni, die Leitzinsen um 0,5 Prozentpunkte auf -0,25 Prozent zu erhöhen, legte der Franken besonders deutlich gegenüber dem Euro zu. Mit dem Zinsschritt, mit dem die SNB die auch in der Schweiz gestiegene Inflation eindämmen wollte, hatte die Notenbank die Finanzmärkte überrascht. **Für die geldpolitische Lagebeurteilung der SNB am 22. September rechnen Marktbeobachter nun erneut mit einer deutlichen Erhöhung der Leitzinsen.**

Die Markterwartungen bezüglich der Höhe der Zinsschritts der SNB seien in den vergangenen Wochen gestiegen, so dass eine Mehrheit der Marktteilnehmer mit einem Zinsschritt von 0,75 Prozentpunkten rechne, sagt Frangulidis. **Sollte allerdings die SNB die Märkte überraschen und den Leitzins um einen Prozentpunkt erhöhen, wäre eine weitere Aufwertung des Frankens zu erwarten.**

Welche Überraschung? Ein Zinsschritt von lediglich 50 Basispunkten ist gegeben, eine noch stärkere Erhöhung dürfte sich im Frankenkurs stark niederschlagen, aber für die Schweizer Exportindustrie schwer zu verkraften sein, ebenso für den Schweizer Tourismus. „La hausse amène la hausse, la baisse amène la baisse.“.... Auch Marktexperten sollten sich nicht zu voreiligen Prognosen verleiten lassen.

Anfang September hat derweil auch die Europäische Zentralbank (EZB) die Leitzinsen um 0,75 Prozentpunkte auf 1,25 Prozent erhöht. **In der Euro-Zone liegt die Teuerung allerdings noch in anderen Höhen als in der Schweiz. Im August ist sie gegenüber dem Vorjahr auf geschätzte 9,1 Prozent gestiegen.**

Die Inflation im Euro-Raum steige weiter, während in den USA bereits rückläufige Zahlen zu beobachten seien, sagt Adrian Schneider, Anlagechef der Graubündner Kantonalbank (GKB). **Die USA seien Europa rund drei bis sechs Monate voraus bei der Bekämpfung der Inflation.** Der Franken hingegen profitiere von der deutlichen tieferen Inflation im Vergleich zu den wichtigsten Handelspartnern. Zudem dürfte auch die Suche nach sicheren Häfen den Franken begünstigen. Schneider spricht zudem von einer «geldpolitischen Kehrtwende der SNB» bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung im Juni. **Die Nationalbank habe damals klargemacht, dass sie den Kampf gegen die Inflation in den Vordergrund stelle und neu bereit sei, den Franken aufwerten zu lassen.**

Die SNB hat im Juni ein ermutigendes Zeichen für eine unabhängige Notenbankpolitik gesetzt, indem sie den Zinsschritt vor der EZB vornahm. Damit hat sie Eigenständigkeit zurückgewonnen und wird wohl diese behaupten wollen.

Als weiterer Faktor für die Euro-Schwäche beziehungsweise Franken-Stärke gelten die bevorstehenden Parlamentswahlen in Italien am 25. September. Die Umfragen sprechen dabei für einen Sieg der rechten Parteien Fratelli d'Italia, Lega und Forza Italia. Vertreter der Fondsgesellschaft Candriam gehen davon aus, dass eine solche Koalition mehr Haushaltsausgaben und Steuersenkungen befürworten dürfte, gepaart mit einem schlechteren wirtschaftlichen Umfeld.

Schweizer Käufer profitieren - Schneider sieht die Konsumenten in der Summe als Gewinner des stärkeren Frankens. «Ferien werden günstiger und Einkaufen im Ausland lohnt sich wieder mehr», sagt er. Im grösseren Kontext gesehen helfe dieser gegen die steigende Inflation und vergünstige die Einkäufe von Importfirmen, schade aber besonders der Exportindustrie und dem Schweizer Tourismus.

«Allerdings ist der Franken nicht derart stark wie es der nominelle Kursverlauf von beispielsweise dem Euro-Franken-Währungspaar vermuten lässt», sagt der GKB-Vertreter. Blicke man auf den realen effektiven Wechselkursindex des Frankens, so sehe man, dass der Franken noch unter den Höchstkursen von 2015 notiert. Aus diesem Grund sei die SNB auch gewillt, eine weitere moderate Aufwertung des Frankens zuzulassen.

Der starke Franken sei so einerseits eine gute Nachricht für die Schweizer Konsumenten, sagt Frangulidis. Europäer und US-Amerikaner erlebten wegen der hohen Inflation einen viel stärkeren realen Einkommensverlust. Auf der anderen Seite machten die höheren Schweizer Zinsen den Haushalten auch zu schaffen, hinzu komme noch die schwierige Lage der Weltkonjunktur. Dies mache die Einkommensperspektiven weniger günstig.