

Fragen an die SNB nach Corona

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) flog während der Corona-Krise unter dem Radar der Öffentlichkeit. Mit dem Ende der Krise wird sich die SNB aber wieder bekannten Herausforderungen zuwenden müssen: dem langfristigen Umgang mit einem starken Franken und den Ungleichgewichten am Immobilienmarkt. Aktivismus ist nicht gefragt, wohl aber klare Konzepte.

Adriel Jost

Im Normalfall geraten Zentralbanken in Krisen in den Fokus der Öffentlichkeit. Bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) war zuletzt das Gegenteil der Fall. Stand sie vor der Corona-Krise mit ihrer Negativzinspolitik noch im Mittelpunkt öffentlicher Diskussionen, so rückte sie während der Krise zunehmend in den Hintergrund. Die wirtschaftspolitischen Schlagzeilen wurden von den Lockdown- und Unterstützungsmassnahmen von Bund und Kantonen dominiert.

Noch ist die Corona-Krise weder gesundheitlich noch wirtschaftlich überstanden. Bereits jetzt ist jedoch klar, dass die Krise die langfristigen Herausforderungen für die SNB weiter erhöht hat und daher die SNB-Politik wieder vermehrt diskutiert werden wird. Im Vordergrund stehen der nachhaltige Umgang mit einem sich aufwertenden Franken und die grösser werdenden Ungleichgewichte am Immobilienmarkt.

Wie wir bereits vor der Krise ausführlich darlegten, wird die SNB an einer Überarbeitung ihrer Strategie zur Sicherung der Preisstabilität, ihrem zugrundeliegenden *geldpolitischen Konzept*, nicht vorbeikommen.¹ Immer mehr Ökonominnen und Ökonomen stimmen in diesen Chor ein. Der Vorschlag einiger Seiten, die tiefe Inflation mit einem höheren Inflationsziel zu bekämpfen, wird von der SNB aber kaum aufgegriffen.

Vom Umgang mit dem Schweizer Franken

Seit über 10 Jahren sind Interventionen am Devisenmarkt das Hauptinstrument der Geldpolitik der SNB. Sie geht mit ihren Massnahmen sehr grosse Risiken

ein. Mit Interventionen im Umfang von 110 Milliarden Franken im Jahr 2020 war die SNB auch in der Corona-Krise alles andere als untätig. Die SNB-Bilanz hat inzwischen die 1-Billion-Grenze erreicht. Da der Wechselkurs im geldpolitischen Konzept aber nur eine untergeordnete Rolle spielt, muss die SNB diese waghalsigen Devisenmarktoperationen auf improvisierter Basis vornehmen.

Ein sich aufwertender Franken ist dabei nicht nur ein vorübergehendes Phänomen. Die SNB ist sich offensichtlich spätestens seit der Corona-Krise selber bewusst, dass sie sich auf weiteren Aufwertungsdruck gefasst machen muss. Der Präsident der SNB, Thomas Jordan, argumentierte letzten Herbst in einem Referat zum Thema „Was ist gutes Geld?“:

«Allerdings finden sich in der Geschichte auch viele Beispiele, in denen sich das Papiergeld als ausgesprochen schlechtes Geld herausgestellt hat. [...] Gefährlich wird es aber, wenn [die Flexibilität] dafür missbraucht wird, politische oder strukturelle Probleme durch die Emission von Zentralbankgeld zu lösen [...]. Denn mit hohen Staatsdefiziten wächst erfahrungsgemäss auch der politische Druck auf die Zentralbank, und bei einer politisierten Geldpolitik ist die Gefahr gross, dass das Geld über kurz oder lang markant an Wert verliert.»

Hohe Staatsdefizite, aus denen es kaum einen Ausweg gibt, und Zentralbanken, die das finanzieren müssen – dies beschreibt exakt die aktuelle Situation in allen grossen Währungsräumen, aber nicht diejenige in der Schweiz. Die Währungen werden also gegenüber dem Franken «über kurz oder lang markant an Wert verlie-

¹ Adriel Jost & Klaus W. Wellershoff: [Gesucht: Eine Strategie für den Schweizer Franken](#), W&P-Perspektive, Januar 2020.

ren». Es ist kaum anzunehmen, dass Schweizer Investoren in diesem Umfeld ihre Auslandsinvestitionen erhöhen, im Gegenteil. Dies müssten sie aber tun, damit der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz ohne SNB-Interventionen nicht zu einer Aufwertung des Frankens führt (vgl. Abbildung).

Die Zurückhaltung der SNB im Anpassen ihres geldpolitischen Konzepts ist insofern nachvollziehbar, da sie sich historisch betrachtet von zu starken Markteingriffen immer ferngehalten hat. Auch wenn die Bilanz mittlerweile eine Billion Franken erreicht hat: Devisenmarkt-Interventionen gehören eigentlich nicht zur DNA der SNB. Zu Recht: Niemand kennt den fairen Wert des Frankens genau. Auch lassen sich Nutzen und die Verteilungsmechanismen – wer ist Gewinner und wer Verlierer von Wechselkursinterventionen – kaum abschätzen, zu komplex sind die Zusammenhänge.

Ein Eingreifen mit Konzept ist aber einem Eingreifen ohne Konzept vorzuziehen. Im Umgang mit dem sich aufwertenden Franken sollte dabei einerseits ein zu rigides Regime und damit anhaltende Eingriffe am Devisenmarkt, aber andererseits auch die ständige Improvisation der letzten Jahre vermieden werden. Eine Wechselkursstrategie könnte sich darauf konzentrieren, nur sehr rasche und ausgeprägte Aufwertungen zu bekämpfen, um die Wirtschaft gegenüber zu gros-

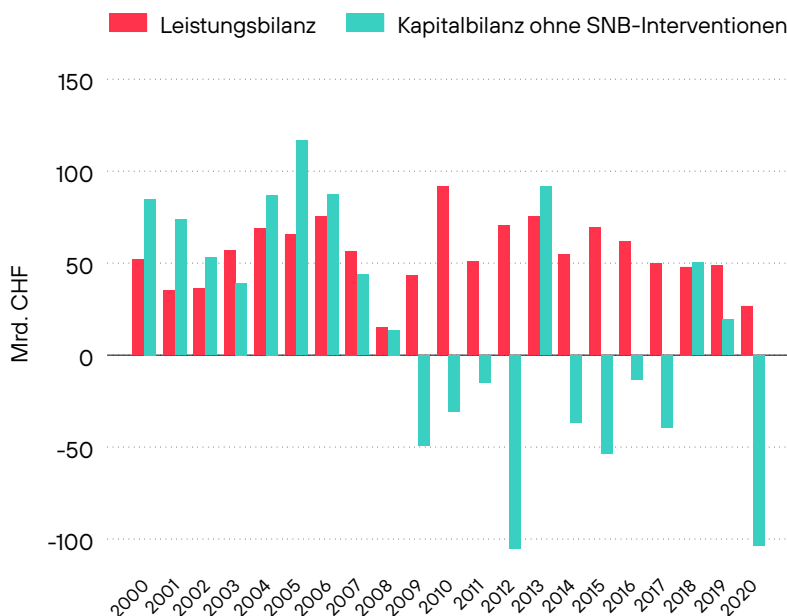
sen Schocks abzusichern. Wenn diese Absichten klarer in ein geldpolitisches Konzept gegossen werden, erhöht dies die Glaubwürdigkeit der Interventionen. Die SNB könnte damit auch wieder auf die andauernde Einschätzung des Ausmasses der Überbewertung (wie beispielsweise «hoch bewertet») verzichten, da die Veränderung für die Wirtschaft viel wichtiger ist als das Niveau der Frankenstärke.

Unrealistisches Mikromanagement der Inflationserwartungen

Gewisse Stimmen fordern nun, dass die SNB ihr geldpolitisches Konzept nicht nur bezüglich Wechselkurs, sondern auch hinsichtlich des Inflationsziels anpassen soll, indem sie ein höheres und spezifischeres Inflationsziel von genau 2 Prozent anvisiert. Derzeit arbeitet die SNB mit einem vergleichsweise vagen Inflationsziel eines «Anstiegs des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2 Prozent pro Jahr».

Ziel des Vorschlags wäre, dass die Wirtschaftsteilnehmer ihre Erwartungen besser an diesem höheren, genaueren Ziel ausrichten könnten, wodurch die Inflationsraten dann auch tatsächlich höher ausfallen würden. Höhere Inflationsraten in der Schweiz ermöglichen auch hierzulande ein höheres Zinsniveau, was der SNB wiederum mehr geldpolitischen Spielraum geben würde. In Krisen wäre eine Herabsetzung des Zinses

Abb. 1: Die SNB springt ein



Quelle: SNB, WPuls

Werden im Aussenhandel Überschüsse erwirtschaftet (Leistungsbilanzüberschuss), müssen im Umfang des Überschusses Netto-Investitionen im Ausland getätigt werden (Kapitalbilanz), damit sich der Franken nicht aufwertet. Dies war bis zur Finanzkrise 2008 der Fall. Seither fallen die Leistungsbilanzüberschüsse unverändert hoch aus, während private Investoren vor Investitionen im Ausland zurückschrecken. Die SNB interveniert, um eine Aufwertung des Frankens zu verhindern.

möglich und am Devisenmarkt müsste damit weniger interveniert werden.²

Inflationserwartungen sind in der Tat wichtig. Nur wenn eine Zentralbank glaubwürdig darin ist, die Preise stabil zu halten, behält ihre Währung den Wert. Die Türkei liefert ein aktuelles Negativbeispiel für den Fall, wenn Inflationserwartungen nicht mehr verankert sind. Die auf Modellen basierenden Ideen einer *Feinsteuerung* der Inflationserwartungen bestehen den Realitätstest aber nicht. Inflationserwartungen lassen sich kaum genau steuern.

Selbst die Zentralbanken wissen trotz grossem Aufwand nicht, wo sich die Inflation in einem Jahr befinden wird. Die SNB wählte vor gut 20 Jahren aus gutem Grund ein vergleichsweise flexibles Inflationsziel. Es gibt keine neuen Erkenntnisse, welche eine Feinsteuerung der Inflation oder der Inflationserwartungen heute realistischer machen würde. Es wird von Konsumenten und Unternehmen darum gar viel verlangt, Preissteigerungen auf Zehntelprozentpunkte präzise einzuschätzen. Kaum jemand macht sich darüber Gedanken, ob eine Anschaffung im nächsten Jahr 101 Franken und 50 Rappen oder nur 101 Franken kosten wird, was dem Unterschied zwischen Inflationserwartungen von 1 respektive 1.5 Prozent entsprechen würde. Auch in Lohnverhandlungen spielen solche kleine Abweichungen nur eine geringe Rolle – insbesondere in der Schweiz mit vergleichsweise wenig tarifären Abschlüssen.

Kurz: Inflationserwartungen der Wirtschaftsteilnehmer können nie genügend genau sein, um sie präzise um einige Zehntelprozentpunkte durch ein Mikromanagement einer Zentralbank zu verschieben. Um im Grundsatz höhere Inflationsraten anzustreben, müssten aber tiefliegende kulturelle Prägungen angepasst werden. Es scheint kaum realistisch, der Schweizer Bevölkerung ein höheres Inflationsziel schmackhaft zu machen – die Preisstabilität und damit die hohe Kaufkraft des Frankens ist ein zu hohes Gut, als dass sie dies für eine noch aktivere Politik der SNB aufgeben

² Vergleiche zum Beispiel Daniel Kaufmann: Mut zu höherer Inflation, Die Volkswirtschaft, 04/2020 oder zuletzt den Beitrag des sogenannten SNB Observatory: «Too Much of a Good Thing: Lowflation in Switzerland», Februar 2021.

würde. Japans verzweifelter und von massiven geldpolitischen Massnahmen begleiteter Kampf für höhere Inflationserwartungen und Inflationsraten ist ein aktuelles Mahnmal, wie die Theorie in der Praxis scheitert.

Immobilienmarkt zurück im Fokus

Nebst dem Mandat zur Preisstabilität hat die SNB auch die gesetzliche Aufgabe, zur Finanzstabilität beizutragen. Der Immobilienmarkt wird nach der Krise wieder vermehrt in den Fokus der SNB rücken müssen. Während der Corona-Krise sind die Immobilienpreise weiter angestiegen, die Ungleichgewichte am Immobilienmarkt haben damit weiter zugenommen. Wir erwarten darum als ersten «Exit-Schritt» der SNB nach der Corona-Krise, die Wiedereinführung des sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffers beim Bundesrat zu beantragen. Damit müssten Banken herausgegebene Hypothekarkredite wieder mit mehr Eigenkapital hinterlegen, was die Kreditvergabe bremsen soll. Solange die SNB eine Abkehr vom Tiefzinsumfeld nicht in Betracht ziehen will, bleiben aber andere Massnahmen zur Bekämpfung einer Überhitzung am Immobilienmarkt deutlich wichtiger – Massnahmen, die nicht direkt in den Händen der SNB liegen, wie beispielsweise die Anforderungen an die Tragbarkeit.

Fazit

Mit dem Ende der Krise wird die SNB ihre Strategie für das laufende Jahrzehnt überdenken müssen. Einfach ist die Ausgangslage nicht. Weil Inflationsprognosen über die nächsten Monate hinaus kaum möglich sind, gleicht die Geldpolitik dem Navigieren eines Dampfers im Nebel ohne elektronische Sichtgeräte. Möglichst viel Aktivismus hilft dabei nicht. Ziel muss sein, auf Sicht zu fahren und die Richtung unter Kontrolle zu behalten. Die Lösung für die SNB wird darum nicht darin liegen, noch mehr in die Devisenmärkte einzugreifen oder Inflationserwartungen präzise steuern zu wollen. Stattdessen ist eine Rückkehr zu vorsichtigeren Eingriffen angesagt, allerdings auf der Basis eines klaren Konzepts.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch WPuls AG zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von WPuls AG weder reproduziert noch vervielfältigt werden. WPuls AG untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. WPuls AG ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von: WPuls AG, Zürich
Autoren: Adriel Jost, adriel.jost@wpuls.ch
Konzeption: WPuls AG, Zürich
Gestaltung: HEUSSERBISCHOFF, Zürich.

Redaktionsschluss: 23. März 2021