

26.01.2021 – 16:00 MEINUNGEN

# SNB in surrealer Situation

Die gegen die Schweiz verwendete Definition der Währungsmanipulation ist inhaltsleer. Die Motive sind politisch. Ein Kommentar von Ernst Baltensperger und Harris Dellas.

ERNST BALTENSPERGER &amp; HARRIS DELLAS



*«Der Hausbesitzer  
wird dafür bestraft,  
dass er einen  
Einbrecher  
abwehren will.»*

Am 16. Dezember hat das US Treasury Department die Schweiz zur Währungsmanipulatorin erklärt. Damit ist der Vorwurf verbunden, die Schweiz habe mit ihren Interventionen am Devisenmarkt den Wechselkurs des Frankens in einer Weise beeinflusst, die ihr unfaire Wettbewerbsvorteile im internationalen Handel verschaffe. Die Schweizerische Nationalbank und andere lokale Kommentatoren haben den Vorwurf zurückgewiesen und darauf hingewiesen, dass die Kriterien, die die USA als Nachweis für das Vorliegen von Währungsmanipulation verwenden, im Fall der Schweiz irreführend und unanwendbar sind. Das Ziel dieses Beitrags ist es, zu zeigen, dass die von den US-Behörden verwendete Definition der Währungsmanipulation ökonomisch sinnlos und inhaltsleer ist. Es handelt sich um ein verschwommenes und willkürliches Konzept, das keine Information über die wirtschaftlichen Absichten und die Ergebnisse der Geld- und Währungspolitik eines Landes enthält.

Um diesen Punkt klarzumachen, müssen wir uns die Mechanik der Geldpolitik in

Erinnerung rufen. Die Zentralbank manipuliert verfügbare Politikinstrumente so, dass bestimmte volkswirtschaftliche Ziele, wie Preisstabilität, Vollbeschäftigung oder Wechselkursparität, möglichst gut realisiert werden können. Bis vor etwa zehn Jahren war ein kurzfristiger Nominalzins das wichtigste Instrument der Geldpolitik. Die Zentralbank erhöhte ihren Leitzins, wenn sie die Volkswirtschaft dämpfen wollte, und senkte ihn, wenn sie sie stimulieren wollte.

### Zu den Autoren

Ernst Baltensperger ist Prof. em. der Universität Bern. Harris Dellas ist Professor für Makroökonomie an der Universität Bern.

## Die Folgen von Quantitative Easing

Eine Zinssenkung schafft für inländische Haushalte und Unternehmen den Anreiz, ihre Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter und Investitionen zu erhöhen. Indem sie den Wechselkurs der eigenen Währung schwächt und so Inlandprodukte relativ günstiger macht, bewirkt sie zugleich, dass einheimische und ausländische Wirtschaftsteilnehmer vermehrt Inlandprodukte kaufen, sodass sich die Handelsbilanz tendenziell verbessert. Je offener die Volkswirtschaft, desto wichtiger ist der Wechselkurskanal der Geldpolitik. In einer solchen Welt liess sich der Wechselkurs über Zinsanpassungen beeinflussen, direkte Interventionen am Devisenmarkt waren nicht nötig. Der Massstab der Währungsmanipulation, wie ihn das Treasury verwendet, hätte in diesem Fall nicht reagiert, selbst wenn ein Land seine Zinsen und so seine Währung mit Absicht und auf Dauer zwecks Erzielung internationaler Wettbewerbsvorteile gesteuert hätte.

In der Niedrig- und sogar Negativzinswelt der vergangenen zehn Jahre jedoch haben die Zentralbanken ihre Fähigkeit weitgehend verloren, den Gang der Volkswirtschaft über Zinssenkungen zu stimulieren. Als Folge ist das Instrument der quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE) in den Mittelpunkt ihrer Politik getreten: Durch massive Käufe von Wertpapieren, finanziert durch entsprechende Ausdehnung ihres Angebots an Zentralbankgeld, haben sie eine massive Expansion ihrer Bilanzen herbeigeführt. Der Einsatz dieses Mittels ist universal; das Fed, die Europäische Zentralbank, die Bank of Japan, die Bank of England, die SNB – alle haben es verwendet. Es ist gut dokumentiert, dass QE-Operationen der Zentralbank eines Landes zu einer substanziellen Abwertung der Währung dieses Landes geführt haben. Aus der Perspektive der Schweiz bspw.

haben die QE-Programme des Fed den Dollar gegenüber dem Franken markant abgewertet, ebenso die der EZB den Kurs des Euros relativ zum Franken. Warum sind nicht diese Länder oder Währungszone der Währungsmanipulation schuldig?

Die gleiche Massnahme einer Zentralbank (Schaffung von Bankreserven via Kauf von Wertpapieren) mit der gleichen Motivation (Wirtschaftsstimulierung und/oder Verhinderung deflationärer Trends) und gleicher Wirkung (Abwertung der Inlandwährung) wird gemäss Treasury unterschiedlich bewertet, je nach Art des QE und der Wertpapierkäufe, die die Zentralbank betreibt. Damit wird diskriminiert zwischen unterschiedlichen Grössen der Volkswirtschaft und ihrer verfügbaren Volumen an öffentlichen und privaten Schuldinstrumenten. In grossen Ländern (USA, Japan, Eurozone), die wirtschaftlich vergleichsweise wenig offen sind und eine hohe öffentliche Verschuldungsquote haben, kaufen Zentralbanken im Rahmen ihrer QE-Programme in der Regel Anlagen in Inlandwährung, v. a. Schuldtitel des Staates. In einer kleinen und offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz, in der die verfügbaren Mengen an staatlichen und (qualifizierten) privaten Schuldinstrumenten gering sind, hat eine Zentralbank, die expansiv wirken und die Entstehung eines deflationären Umfelds verhindern will, gar keine andere Wahl, als neues Zentralbankgeld über den Kauf von Anlagen in Auslandswährung zu schaffen, da inländische Schuldtitel zu knapp vorhanden sind.

Der Massstab, den die US-Behörden hier anwenden, ist willkürlich und ökonomisch unhaltbar. Nehmen wir hypothetisch an, die EZB betreibe ein QE-Programm mit der Absicht, den Euro abzuschwächen und damit die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Unternehmen zu stärken. Gemäss den US-Kriterien könnte sie nie als Währungsmanipulatorin angeklagt werden, da sie ja Anlagen in Euro kauft. Wenn hingegen die SNB eine expansive Politik betreiben und die Entstehung eines deflationären Umfelds verhindern will – also die gleichen Ziele und Motive verfolgt, die die anderen Zentralbanken für sich in Anspruch nehmen –, riskiert sie, als Währungsmanipulatorin gebrandmarkt zu werden, einfach weil sie dabei praktisch nur die Option des Erwerbs von Anlagen in Fremdwährung hat.

Paradox wird die Sache dadurch, dass deflationärer Druck in der Schweiz primär als Folge der immensen QE-Operationen der USA und der Eurozone entstanden ist, die zu einer markanten Aufwertung des Frankens geführt und damit die Preise

international handelbarer Güter in der Schweiz nach unten gedrückt haben. Die Situation wirkt insofern leicht surrealistisch und erinnert an einen Hausbesitzer, der dafür bestraft werden soll, dass er einen Einbrecher abwehren will. Der Internationale Währungsfonds oder die Bank für Internationale Zusammenarbeit (BIZ) anerkennen dies und verstehen die Schweiz deshalb nicht als Währungsmanipulatorin. Die US-Behörden klammern sich aufgrund politischer Motive an ein ökonomisch sinnloses Kriterium.

### **Kein grosser Topf voll Gratisgeld**

Eine andere Frage ist es, wie weit die SNB und andere Zentralbanken ihr QE treiben sollen. Das enorme Wachstum der SNB-Bilanz, verursacht durch ihre stetigen Interventionen am Devisenmarkt, hat die Aufmerksamkeit der USA zu Unrecht auf sich gezogen. Das heisst allerdings nicht, dass dieses Wachstum nicht das Interesse der Öffentlichkeit in der Schweiz verdient.

Nicht als grosser Topf voll Gratisgeld, mit dem man politische Begehrlichkeiten bedienen kann, für die im Budgetalltag keine Mittel da sind – wie das derzeit in der Schweiz viele sehen möchten. Sondern als Quelle potenziell hoher Risiken für das Land: als Gefahr für die Fähigkeit der SNB, ihr Mandat zur Gewährleistung der Preisstabilität auch in Zukunft wirkungsvoll wahrzunehmen, und als Gefahr, dass es zu einer Unterwerfung der Geldpolitik unter die Zwänge von Bilanzmanagement und die Begehrlichkeiten von Politik und Fiskalbehörden kommen könnte. Dominanz der Fiskalpolitik über die Geldpolitik ist kein Hirngespinnst weltfremder Theoretiker. Zu oft hat sie in der Vergangenheit in vielen Ländern, wenn auch zum Glück bis heute nicht in der Schweiz, eine verhängnisvolle Rolle gespielt. Diese Themen verdienen es daher, weit mehr im Fokus öffentlicher Debatte zu stehen, als das bisher der Fall gewesen ist.