

Braucht die SNB eine neue Strategie?

Geldpolitiker aus der Schweiz und Deutschland widersprechen drei hiesigen Ökonomen, die die Notenbankpolitik kritisieren

PETER A. FISCHER

Das «SNB Observatory» der drei Schweizer Ökonomen Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler und Charles Wyplosz hat vor Monatsfrist eine rege Kontroverse entfacht mit der These, der Schweizerischen Nationalbank (SNB) sei der geldpolitische Spielraum abhandengekommen. Sie solle deshalb ein höheres und symmetrisches Inflationsziel von 2% (statt wie bis anhin eine Teuerung zwischen 0 und 2%) anstreben und explizit ein zu der Strategie passendes gleitendes Wechselkursziel verkünden.

Gewichtige Stimmen aus der Fachwelt halten das für eine gefährliche Analyse. Wir lassen hier die Professoren Ernst Baltensperger und Harris Dellas von der Uni Bern zu Wort kommen, sowie Gunther Schnabl von der Uni Leipzig. Am Schluss nutzen die ursprünglichen Autoren die Gelegenheit zu einer kurzen Replik.

Das Risiko sind die aufgeblähten Bilanzen, nicht die tiefe Inflation

ERNST BALTENSPERGER UND HARRIS DELLAS

Stefan Gerlach, Yvan Lengwiler und Charles Wyplosz (GLW) haben die SNB aufgefordert, ihre geldpolitische Strategie zu überdenken. Dagegen ist nichts einzuwenden. Mit ihren Vorschlägen fordern sie für die Schweiz eine noch expansivere Geldpolitik als bis anhin. Zugleich suggerieren sie, dass dies mit einem weniger expansiven Einsatz sowohl der Zinspolitik der SNB wie auch ihrer Devisenmarktinterventionen einhergehen könnte. Wir halten dies für eine Träumerei.

Das zentrale Argument unserer Kollegen ist, dass ein höheres Inflationsziel die Geldpolitik der SNB «befreien» und ihr Spielraum zurückgeben würde, den sie seit längerer Zeit nicht mehr hat, weil der Zinssatz fest am unteren Ende seiner Einsatzmöglichkeit klebt.

Natürlich stimmt es, dass ein höheres Inflationsziel auf die Dauer dazu führen dürfte, dass Inflation und Inflationserwartungen entsprechend steigen und mit ihnen der Nominalzinssatz, wenn die Zentralbank die angemessenen Impulse setzt. Die SNB könnte dann wieder mehr über das Zinsinstrument operieren und wäre weniger auf dasjenige der Bilanzausweitung über Devisenmarktinterventionen angewiesen.

Festgefrorene Niedrigzinspolitik

Doch GLW setzen stark darauf, dass die hohe Glaubwürdigkeit, welche die SNB mit ihrer stabilitätsorientierten Politik in der Vergangenheit erworben hat, dafür sorgen wird, dass sich ein solcher Zustand nach einem Übergang zu der von ihnen empfohlenen Strategie rasch einstellen wird. Unseres Erachtens spricht nichts für diese Sicht. Im Gegenteil, dieser Anpassungsprozess dürfte zäh sein und lange dauern. Bis dahin würde die Geldpolitik der SNB nicht «befreit». Ihre Zinspolitik würde vielmehr für lange Zeit festgefroren. Die SNB müsste sicherstellen, dass die Zinsen nicht steigen, bis die Inflation ihr Inflationsziel von 2% erreicht (zur Kompensation der «zu tiefen» Inflation früherer Jahre) überschossen hat.

Die EZB versucht genau das seit Jahren, mit nicht sehr viel Erfolg. Nach verbreiteter Sicht wird sie ihre Politik der Null- und gar Negativzinsen noch für längere Zeit fortsetzen müssen. Dass die SNB in dieser Hinsicht vor der EZB erfolgreich wäre, erscheint uns extrem unwahrscheinlich.

Unsere Kollegen missverstehen, was die Glaubwürdigkeit der SNB wirklich bedeutet: Diese beruht auf der Einhaltung von Prinzipien und Normen, speziell der Verpflichtung auf Geldwertstabilität. Sie bedeutet nicht, dass die SNB beliebige Ziele für die Inflation oder andere wirtschaftliche Grössen verkünden



Realität oder Fiktion? Darüber kann zuweilen sogar bei der SNB gestritten werden (Kunst am Hauptsitz der Nationalbank).

GORAN BASIC / NZZ

Die Bank von Japan und die EZB haben ihre Punkte in den vergangenen Jahren stets verfehlt. Allein durch Anheben des Inflationsziels schafft man keine Inflation.

Illustres Panel

pfi. · Ernst Baltensperger ist emeritierter und Harris Dellas ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern. Gunther Schnabl ist Professor für Wirtschaftspolitik und internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Leipzig. Stefan Gerlach ist Chefökonom der Bank EFG und war zuvor Vizepräsident der irischen Notenbank. Yvan Lengwiler ist Volkswirtschaftsprofessor an der Uni Basel. Charles Wyplosz ist emeritierter Professor für internationale Volkswirtschaftslehre am Graduate Institute in Genf.

und diese Ziele dann rasch und problemlos auch durchsetzen könnte. Im Gegenteil: Die Märkte würden solche Zielanpassungen vermutlich lange und systematisch infrage stellen, wenn sie den Prinzipien widersprechen, welche die Politik der SNB in der Vergangenheit geleitet haben.

Das gilt auch für die von GLW vorgeschlagene Wechselkurspolitik. Dass diese mit weniger Interventionen am Devisenmarkt auskommen würde, dürfte Wunschdenken sein. Das gleitende Wechselkursziel müsste ja zur Inflations- und Zinspolitik der SNB passen. Man stelle sich vor, die SNB würde (zum Ausgleich der früher «zu niedrigen» Teuerung) die Inflation auf 3 oder gar 4% steigen lassen, möglicherweise über mehrere Jahre, und dies mit einer Niedrigzinspolitik stützen. Es ist wohl keine Frage, dass eine solche Politik angesichts der Vergangenheit der schweizerischen Geldpolitik wenig glaubwürdig wäre und von den internationalen Investoren massiv getestet würde.

Rückfall in Feinsteuerung

GLW schlagen der SNB im Kern vor, ihre Geldpolitik jener der EZB und des Fed anzugleichen, die sie (wie dies auch viele andere Ökonomen tun) als «State of the Art» betrachten. Aber sind diese Zentralbanken denn so erfolgreich? Wir können es nicht erkennen. Ist ihre Politik nicht vielmehr ein Rückfall in die unselige Zeit makroökonomischer Feinsteuerung und Kontrollphantasien?

Gerade das, was sich GLW von einer solchen Politik für die SNB erhoffen – die rasche und glaubwürdige Verankerung von Inflation und Inflationserwartungen auf der Höhe eines Inflationsziels von 2% – hat die EZB trotz jahrelanger Mühe und Beschwörung bis anhin nicht geschafft. Über die langfristigen Risiken und Folgen dieser Politik ist das letzte Wort ohnehin noch nicht gesprochen.

Das zentrale Problem der Geldpolitik von heute ist nicht, dass die Inflation

zu niedrig ist. Weder die Erfahrung der Schweiz in den letzten zehn Jahren noch die historischen Erfahrungen aus der Epoche des Goldstandards sprechen dafür, dass vorübergehende Phasen negativer Inflation die realwirtschaftliche Entwicklung behindert hätten. Japan hat fast drei Jahrzehnte mit einer Inflation in der Nähe von null gelebt, ohne dass es zu einer Deflationsspirale gekommen wäre, bei akzeptabler Entwicklung der Realwirtschaft.

Das Deflationsgespenst scheint vor allem in den Köpfen derjenigen zu leben, für die nur eine lockere Geldpolitik eine gute Geldpolitik sein kann. Entscheidend ist, dass das Preisniveau sicher verankert bleibt. Andauernde, sich über die Zeit verstärkende Deflations- und Inflationsprozesse müssen ausgeschlossen bleiben. Das wird von der jetzigen SNB-Strategie zumindest so gut gewährleistet wie von jener, die GLW vorschlagen.

Die grossen Risiken der derzeitigen Geldpolitik liegen in den aufgeblähten Zentralbankbilanzen, zu denen sie geführt hat. Diese bedrohen die Fähigkeit der Notenbanken, ihr Mandat zur Sicherung der Preisstabilität auch in Zukunft wirkungsvoll wahrzunehmen, und sie bergen das grosse Risiko in sich, dass es zu einer Unterwerfung der Geldpolitik unter die Zwänge von Bilanzmanagement und die Begehrlichkeiten von Politik und Fiskalbehörden kommt. Die Dominanz der Fiskalpolitik über die Geldpolitik ist kein Hirngespinnst weltfremder Theoretiker. Zu oft hat sie in der Vergangenheit in vielen Ländern eine verhängnisvolle Rolle gespielt. Hier müsste unser Erachtens eine Debatte über die heutigen Zentralbankstrategien ansetzen.

Gestaffelte Aufwertungsziele laden zu Spekulation ein

GUNTHER SCHNABL

Im Umfeld der ultralockeren Geldpolitik der EZB dürfte der derzeitige geldpolitische Rahmen der SNB aus zwei Gründen sinnvoller sein als die Vorschläge der drei Ökonomen.

Erstens waren die Inflationspunkteziele anderer Zentralbanken nicht erfolgreich. Die Bank von Japan und die EZB haben ihre selbst gesteckten Punkteziele von 2% – beziehungsweise nahe, aber unter 2% – in den vergangenen Jahren stets verfehlt. Allein durch Anheben des Inflationsziels schafft man keine Inflation. Trotz einer dramatischen Ausweitung der Zentralbankbilanzen verharrten die Inflationsraten hartnäckig unter den Zielen. Es entstand der Verdacht, dass die Inflationsziele dazu dienen, die umfangreichen Ankäufe von Staatsanleihen zu rechtfertigen. Das hat die Glaubwürdigkeit und die Unabhängigkeit der beiden Zentralbanken unterminiert.

Zweitens können weltweit nur wenige Zentralbanken unabhängig vom Wechselkurs Inflationsziele verfolgen. Zwei davon, das Fed und die EZB, emittieren Leitwährungen, die für viele Länder der Anker zur Wechselkursstabilisierung sind. Kleine, offene Volkswirtschaften wie die Schweiz können durch feste Wechselkurse das Preisniveau und damit die wirtschaftliche Entwicklung stabilisieren. Der Vorschlag einer Bindung des Frankens an den Euro wäre so gesehen sinnvoll, weil die Schweiz enge Handelsbeziehungen zum Euro-Raum hat.

Allerdings haben die europäische Finanz- und Schuldenkrise sowie die Corona-Krise zu einer sehr lockeren Geldpolitik der EZB geführt. Die instabile wirtschaftliche Lage im Euro-Raum und die Hinwendung der EZB zu einer grünen Geldpolitik lassen eine weitere geldpolitische Expansion erwarten. Daraus lassen sich starke Aufwertungserwartungen auf den Franken ableiten, weil sich die Kapitalflucht in die Schweiz weiter beschleunigen könnte.

Würde die SNB wie von GLW vorgeschlagen eine gestaffelte Aufwertung des Frankens signalisieren, dürfte dies – wie im Januar 2015 – beträcht-

liche spekulative Kapitalzuflüsse nach sich ziehen. Das Volumen der Devisenmarktintervention würde im Vergleich zu einem horizontalen Wechselkursziel deutlich ansteigen (und nicht abnehmen). Dänemark beispielsweise musste nur deshalb weniger intervenieren als die Schweiz, weil es die Krone fix an den Euro gebunden hat.

China hat den kontrollierten Aufwertungspfad des Yuan mit Kapitalverkehrskontrollen flankiert, um spekulative Kapitalzuflüsse einzudämmen. Soweit diese für die Schweiz keine Option sind, wäre die SNB gezwungen, die Leitzinsen noch tiefer ins Negative zu senken. Die Immobilienpreise würden dann wohl noch schneller steigen. Der Vorschlag, auf Aufwertungsphasen auch Abwertungsphasen folgen zu lassen, könnte zwar die Kapitalzuflüsse eindämmen, dürfte aber zu zusätzlicher Spekulation und Unsicherheit führen.

Die SNB tut besser daran, eine ruhige Hand zu bewahren. Bei der derzeitigen sehr expansiven Geldpolitik der EZB ist der geldpolitische Freiheitsgrad der SNB – unabhängig von festen oder flexiblen Wechselkursen – stark begrenzt. Die etwas geringeren Zinsen in der Schweiz dürften die Erwartung spiegeln, dass sich der Franken im Trend weiter aufwerten wird. Deshalb ist das derzeit verfolgte informelle horizontale Wechselkursziel kombiniert mit einem Zielkorridor für die Inflation die optimale geldpolitische Strategie für die Schweiz.

Spielraum zurückgewinnen

STEFAN GERLACH, YVAN LENGWILER, CHARLES WYPLOSZ

Baltensperger und Dellas (BD) argumentieren, dass eine Anhebung des Inflationsziels auf 2% auf kurze Sicht keinen Unterschied mache. Wir stimmen zu. Aber längerfristig würde die tatsächliche und die erwartete Inflation steigen und es der SNB erlauben, sich mehr auf die Zinssätze und weniger auf die Ausweitung der Bilanz zu verlassen.

BD sind jedoch nicht der Meinung, dass die SNB mit einem Wechselkursziel sowohl den Wechselkurs steuern als auch die Devisenmarktinterventionen reduzieren könne. Schnabl verweist auf die gegensätzlichen Erfahrungen Dänemarks, das ein Wechselkursziel hat.

Während die Bilanz der dänischen Zentralbank im ersten Quartal 2015 um 50% wuchs, als die EZB ihre Politik der quantitativen Lockerung (QE) einführte, kehrte ihre Bilanz schnell wieder zu ihrer ursprünglichen Grösse zurück und ist seither nicht mehr gewachsen. Im Vergleich dazu ist die Bilanz der SNB explodiert, nachdem sie die Wechselkursuntergrenze im Jahr 2015 aufhob. Die Aufhebung der Untergrenze scheint zu mehr Interventionen der SNB geführt zu haben, nicht zu weniger.

Schnabl unterstützt weiterhin unsere Ansicht, dass eine Steuerung des Wechselkurses für kleine, offene Volkswirtschaften sinnvoll ist, befürchtet aber, dass eine Aufwertung des Wechselkurskapitalzuflüsse anziehen werde. Wir halten es für wahrscheinlicher, dass ein stärkerer Franken einfach zu einer Differenz zwischen schweizerischen und ausländischen Zinssätzen führen wird, wie die Erfahrung in Singapur zeigt.

Schliesslich behaupten BD, dass das Hauptproblem nicht die niedrige Inflation sei, sondern die massive Bilanz der SNB. Andere würden auf Negativzinsen und explodierende Immobilienpreise verweisen. Unserer Ansicht nach wäre die SNB in einer besseren Lage, um all diese Probleme anzugehen, wenn sie die Inflation konsistent positiv gehalten hätte, anstatt sie um 0% herum schwanken zu lassen.

Die SNB befindet sich heute in der Zwickmühle. Die Verabschiedung von der Fiktion der Zinspolitik, die die SNB seit bereits sechs Jahren nicht mehr betreibt, und die Verwendung des Wechselkurses als Instrument würden ihr helfen, einen Teil der verlorenen Autonomie zurückzugewinnen.