

# Ungewöhnliche Kritik an der Schweizerischen Nationalbank

Ökonomen fordern mehr Inflation und ein Wechselkursziel

## Die Inflation in der Schweiz ist konstant etwas tiefer als in Deutschland und ab und zu negativ

Änderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahresmonat in %



## Seit der Finanzkrise bewegen sich die Leitzinsen in der Nähe von null

Leitzinsen der wichtigsten Notenbanken (%)



PETER A. FISCHER

Für einmal sind es weder Politiker noch links-grüne Aktivisten, die die Schweizerische Nationalbank (SNB) kritisieren und von ihr entweder mehr Geld oder eine besondere Berücksichtigung ihrer Anliegen fordern. Mit dem Projekt «SNB Observatory» haben sich am Mittwoch drei über die Schweiz hinaus bekannte Ökonomen an die Öffentlichkeit gewandt, die das gegenwärtige geldpolitische Konzept der SNB für nicht länger zielführend halten. Yvan Lengwiler ist Volkswirtschaftsprofessor an der Universität Basel und war von 1994 bis 2001 wis-

Die Ökonomen warnen vor Deflation und sehen die Handlungsfähigkeit der SNB eingeschränkt, weil deren Zins an der faktischen Untergrenze verharre.

senschaftlicher Berater der SNB. Stefan Gerlach war Vizepräsident der irischen Notenbank, bevor er als Chefökonom zur Bank EFG wechselte, und Charles Wyplosz vom Graduate Institute in Genf gehört zu den international bekanntesten Makroökonomien der Schweiz.

Die SNB hat zur Aufgabe, in der Schweiz für Preisstabilität zu sorgen und dabei die konjunkturelle Entwicklung zu berücksichtigen. Während sie früher

explizit die Geldmenge zu steuern versuchte, tut sie dies seit der Jahrtausendwende, indem sie Inflationsprognosen veröffentlicht und den dazu passenden kurzfristigen Zinssatz setzt. Von Herbst 2011 bis Anfang 2015 führte sie zudem vorübergehend eine Mindestkursuntergrenze zum Euro ein. In den letzten fünf Jahren hat die SNB ihren Leitzins konstant bei  $-0,75\%$  belassen und zusätzlich zur Schwächung des Frankens mit dreistelligen Milliardenbeträgen an den Devisenmärkten interveniert. Während der Verteidigung der Wechselkursuntergrenze, nach deren Aufgabe und letztmals wieder in der Corona-Krise im vergangenen Jahr ist das Niveau der Konsumentenpreise in der Schweiz vorübergehend leicht gesunken.

In ihrer am Mittwoch veröffentlichten Analyse argumentieren die drei Ökonomen nun, die Schweiz habe unter den herrschenden Bedingungen «zu viel des Guten»: die Inflation sei zu tief. Sie warnen vor Deflation und sehen die Handlungsfähigkeit der SNB eingeschränkt, weil deren Zins mehr oder weniger an der faktischen Untergrenze verharre und ihr nur noch übrig bleibe, das Preisniveau mit massiven Interventionen über den Wechselkurs zu steuern.

### Punktziel vorgeschlagen

Die Ursache orten die Ökonomen einerseits in der (zu) erfolgreichen Inflationsbekämpfung der SNB und in strukturellen Faktoren, die die Inflation und den Gleichgewichtszins über die letzten Jahrzehnte gesenkt haben. Andererseits argumentieren sie, die Inflationserwartungen seien übermässig gesunken. Als Gegenmittel schlagen sie vor, dass die Nationalbank Preisstabilität nicht länger als eine Teuerung zwischen 0 und

2% definiert und auch Abweichungen unter null toleriert, sondern stattdessen ein Punktziel von 2% festlegt. Um dieses Ziel herum soll die Teuerung über die Zeit ausgeglichen schwanken müssen. Das hätte ihrer Ansicht nach zwei Vorteile: Wenn allgemein eine höhere Inflation erwartet würde, müsste erstens die SNB normalerweise weniger tiefe Zinsen setzen und zweitens würde eine Anpassung der realen Löhne und Preise einfacher, als dies bei stabilen oder gar sinkenden Preisen der Fall ist.

Mit einem Punktziel von 2% würde sich die SNB aber der gegenwärtigen Praxis der EZB annähern und, wäre es symmetrisch, das US-Fed imitieren. Die EZB verfehlte in den vergangenen Jahren allerdings ihr Inflationsziel von «unter, aber nahe 2%» regelmässig. Während die SNB relativ gelassen durch die vorübergehend zögerliche Preisentwicklung hindurchschauen konnte, sahen die EZB-Verantwortlichen dauernd ihre Reputation auf dem Spiel. Sie nutzten dies zur Rechtfertigung einer immer unkonventionelleren und lockeren Geldpolitik mitsamt massiven Käufen von Staatsanleihen.

Viele Makroökonomien sehen darin die hohe Kunst der konjunkturellen Feinststeuerung, andere warnen vor den Folgen monetärer Staatsfinanzierung und einer Ausschaltung von Markt-

Einen heiklen Punkt treffen die drei Ökonomen mit ihrem Argument, der Wechselkurs sei faktisch zur primären Steuerungsgrösse der Geldpolitik der SNB geworden.

signalen. Darüber, ob es wirklich eine gute Idee wäre, wenn sich die SNB (noch stärker) in dieses Fahrwasser begäbe, wäre zu debattieren. Und bloss weil das US-Fed kürzlich zu einem Inflationsziel übergegangen ist, bei dem ein Unterschreiten in der Vergangenheit kompensiert werden soll durch eine über dem Zielwert liegende Inflation in der Zukunft, bedeutet dies auch noch nicht zwingend, dass auch die SNB ein symmetrisches Inflationsziel verfolgen sollte. Unklar bleibt jedenfalls vorläufig, wie sehr damit eine «zu tiefe» Teuerung in der Vergangenheit den künftigen Handlungsspielraum der SNB einschränken würde.

### Braucht es ein Wechselkursziel?

Einen heiklen Punkt treffen die drei Ökonomen mit ihrem Argument, der Wechselkurs sei faktisch zur primären Steuerungsgrösse der Geldpolitik der SNB geworden. Auch wenn sie der SNB keine «Währungsmanipulation» vorwerfen, stipulieren sie, dass mit einer expliziteren Definition des Wechselkursziels, das die Nationalbank dabei verfolgt, die Markterwartungen besser gesteuert und die Devisenmarktinterventionen viel geringer gehalten werden könnten.

Als Umsetzungsvorschlag diskutieren sie eine feste Anbindung der Heimwährung an den Euro, wie sie etwa Dänemark kennt, oder ein quartalsweise anpassbares Wechselkurszielband an einen Währungskorb, wie es Singapur praktiziert. Eine feste Anbindung des Frankens an den Euro würde die SNB zur Aufgabe ihrer selbständigen Geldpolitik zwingen. Und zumindest solange der Franken gegenüber dem Euro aus strukturellen Gründen über die Zeit stärker wird, implizierte dies auch, dass

die Inflation in der Schweiz höher sein müsste als im Euro-Raum. Beides dürfte hierzulande kaum erwünscht sein, was auch die Ökonomen so sehen.

### Verweis auf Singapur

Die drei «SNB-Observator» äussern deshalb Sympathien für ein neues geldpolitisches Konzept mit einem sich verändernden Wechselkursziel gegenüber einem handelsgewichteten effektiven Wechselkurs. Die SNB behielte damit ihre geldpolitische Unabhängigkeit und könnte das Zielband je nach Inflationsprognosen anpassen. Die Ökonomen äussern sich überzeugt, dass die Nationalbank damit zu wesentlich weniger Devisenmarktinterventionen gezwungen wäre und sehen Singapur als Beispiel. Allerdings haben internationale Erfahrungen mit solch anpassbaren

Zielbändern auch gezeigt, dass diese oft nicht sehr stabil und anfällig gegenüber institutionellen Anlegern sind, die gegen die Währungshüter spekulieren.

Dass sich die Schweizerische Nationalbank mit den tiefen Zinsen und der regelmässigen Flucht in den Franken in einer ungemütlichen Lage befindet, ist eine Tatsache. Betrachtet man die Entwicklung des Schweizer Preisniveaus und des hiesigen Wirtschaftsgangs in den letzten Jahren, hat sie sich damit allerdings gut geschlagen. Ob sie tatsächlich besser dastünde, wenn sie noch stärker ins Fahrwasser der grossen Zentralbanken (und des gegenwärtigen makroökonomischen Mainstreams) geriete, darf bezweifelt werden. Eine Debatte wert ist es allemal. Und sei es nur, um die Prämissen und die Folgen der schweizerischen Geldpolitik breiter verständlich zu machen.

ANZEIGE



Universität  
Zürich<sup>uzh</sup>

### Interdisziplinäre Ringvorlesung

## Naturkatastrophen, Epidemien, Plagen – und was sie mit uns anrichten

Dienstag, 23. Februar bis 25. Mai 2021, 18.15 Uhr, online via Zoom  
Weitere Informationen zur Durchführung: [www.zazh.uzh.ch](http://www.zazh.uzh.ch)

### 23. Februar: Der Mensch im Angesicht von Katastrophen, gestern und heute

Dr. Dr. h. c. Peter Maurer, Präsident IKRK, im Gespräch mit Prof. Dr. Dr. h. c. Friederike Fless, Präsidentin Deutsches Archäologisches Institut, und Prof. Dr. Christoph Riedweg, Universität Zürich

### 2. März: Naturkatastrophen im Alten Orient

Prof. Dr. Thomas Krüger, Universität Zürich

### 9. März: Der Mensch und die Krise – evolutionärmedizinische und historische Perspektiven

Prof. Dr. Dr. Frank Rühli, Universität Zürich

### 16. März: Naturkatastrophen in der Vesuv-Region – nicht nur 79 n. Chr.

Prof. Dr. Christoph Reusser, Universität Zürich

### 23. März: Apotropäische Darstellungen von Katastrophen in der archaischen Musenkunst

Dr. Camille Semenzato, Universität Zürich

### 30. März: Schwankendes Recht und versagendes Wissen: Notlagen-Diskurse im klassischen Indien

Prof. Dr. Angelika Malinar, Universität Zürich

### 13. April: Rom in Schutt und Asche

Prof. Dr. Anne Kolb, Universität Zürich

### 20. April: Nachbeben und Nachleben: Der Ausbruch des Vesuvus 79 n. Chr. als Thema eines europäischen Dialogs

Prof. Dr. Ulrich Eigler, Universität Zürich

### 27. April: Die Justinianische Pest – Wahrnehmungen und Folgen

Prof. Dr. Andreas Victor Walser, Universität Zürich

### 4. Mai: Die Pest in Boccaccios «Decameron» – Antikes und Mittelalterliches

Prof. Dr. Johannes Bartuschat, Universität Zürich

### 11. Mai: Katastrophen und Governance im Globalen Süden

Prof. Dr. Katharina Michaelowa, Universität Zürich

### 18. Mai: Pandemie Archive Kino: Ein kleiner Parcours

Prof. Dr. Elisabeth Bronfen, Universität Zürich

### 25. Mai: Climate Change and the End of Empires

Podium mit Rupa Mukerji, Senior Advisor Adaptation to Climate Change Helvetas, Prof. Dr. Kyle Harper, University of Oklahoma, und Prof. Dr. Andreas Victor Walser, Universität Zürich

[www.uzh.ch/ringvorlesungen](http://www.uzh.ch/ringvorlesungen)



[www.zazh.uzh.ch](http://www.zazh.uzh.ch)