

Die Unabhängigkeit der SNB vor ihrer Reifeprüfung

IWP-Bericht zur
Geldpolitik und
Finanzstabilität

Nr. 2 | Dezember 2023

Dr. Adriel Jost - Fellow am Institut für
Schweizer Wirtschaftspolitik (IWP)
an der Universität Luzern



Executive Summary

1. Die Schweiz steht vor einer schwierigen Grundsatzentscheidung: Ist ein stabiler realer Wechselkurs oder der Erhalt der Kaufkraft des Frankens zu bevorzugen? Der vorliegende Bericht argumentiert, dass eine Abwägung zukünftig vermehrt notwendig sein wird.
2. Ausserordentliche Stützungsprogramme während der Corona-Krise und steigende Zinsen haben die Situation der öffentlichen Schulden in den grossen Währungsräumen wie den USA, der Eurozone, Japan und Grossbritannien weiter verschlechtert. Das Problem dabei: Zentralbanken verlieren ihre Unabhängigkeit, wenn die öffentlichen Schulden ausser Kontrolle geraten. Sie sind faktisch gezwungen, den Staat zu finanzieren. Die Währung verliert dadurch aber über kurz oder lang an Wert.
3. Die soliden Finanzen machen die Schweiz zur Ausnahme. Doch via Wechselkurs ist die Schweizer Volkswirtschaft trotzdem von den Entwicklungen in den grossen Währungsräumen abhängig. Wertet der Franken real auf, beeinträchtigt das die kurzfristige Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz. Interveniert aber die Schweizerische Nationalbank (SNB), um diese Aufwertung zu verhindern, macht sie ihre Bilanz von den Entwicklungen im Ausland abhängig und gefährdet damit die Kaufkraft des Frankens.
4. Ist in den grossen Währungsräumen dabei keine Rückkehr zu stabilen Verhältnissen absehbar, ist auch den Verlusten auf der SNB-Bilanz kein Ende gesetzt. Die SNB kann nicht über lange Frist Aufwertungen abschwächen, ohne ins geldpolitische Fahrwasser anderer Währungsräume zu geraten.
5. Je stärker der Kaufkraftverlust in den grossen Währungsräumen ausfällt, umso mehr wird die SNB in Zukunft darum auf kurzfristiges Beeinflussen von Konjunktur und Preisen mittels Deviseninterventionen verzichten müssen, wenn sie die Kaufkraft des Frankens unter allen Umständen erhalten möchte.
6. Dafür braucht es eine unabhängige SNB, die dem politischen Druck standhält, kurzfristige konjunkturelle Kosten vermeiden zu wollen. Helfen können der SNB dazu eine gesetzliche Entlastung vom Konjunkturmanagement und eine deutlich höhere Eigenkapitalquote.

Dank

Der Autor dankt den externen Gutachtern Prof. em. Dr. Ernst Baltensperger und Dr. Dominik Boos sowie zahlreichen Diskussionspartnern für wertvolle Kommentare und Unterstützung. Die Verantwortung für den Inhalt bleibt vollständig beim Autor.

1. Einleitung

Für die Preisstabilität in einem Währungsraum ist es entscheidend, dass die Zentralbank politisch unabhängig handeln kann. Doch auch eine unabhängige Zentralbank ist einer unverantwortlichen Finanzpolitik des Staates ausgeliefert. Wenn die Zinsen für staatliche Schuldtitel steigen, weil die Zahlungsfähigkeit des Staates in Frage steht, muss die Zentralbank eingreifen. Zu wichtig ist die Entwicklung der Zinsen auf diesen Wertpapieren für den Finanzmarkt und die Wirtschaft.

In diesem Bericht wird im Kapitel 2 am Beispiel Japans illustriert, welche Folgen diese sogenannte Fiskaldominanz für die Währungsentwicklung haben kann. Der Yen hat gegenüber dem Franken seit 2020 ein Drittel an Wert verloren. Das Problem konzentriert sich aber nicht nur auf Japan. Die Staatsverschuldung steigt auch in den anderen grossen Währungsräumen (USA, Eurozone, Grossbritannien) seit Jahrzehnten. Die Massnahmen, die während der Corona-Krise ergriffen wurden, haben den Schuldenstand noch einmal deutlich ansteigen lassen. Steigende Zinsen als Folge der höheren Inflation lassen nun auch die Schuldzinszahlungen steigen. Es kommen berechnete Zweifel an der langfristigen Zahlungsfähigkeit dieser Länder auf. Dadurch wird es zukünftig für die Zentralbanken schwieriger, die Inflation konsequent zu bekämpfen. Und dies schlägt sich über kurz oder lang in der Stärke der Währungen, also deren Kaufkraft, nieder.

Die Ausgangslage in der Schweiz unterscheidet sich von der Situation der vielen hochverschuldeten Länder. Auch nach der Corona-Krise besteht viel fiskalischer Spielraum. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist tatsächlich unabhängig und steht unter keinem Druck, inländische Staatsanleihen zu kaufen. Doch über den Wechselkurs ist auch die Schweiz von den Entwicklungen in den grossen Währungsräumen betroffen. Je mehr Gewicht die SNB auf die konjunkturellen Auswirkungen einer Aufwertung legt, umso mehr interveniert sie am Devisenmarkt, um den Wechselkurs zu den wichtigsten Handelspartnern stabil zu halten. Die Devisenreserven, also in erster Linie Devisen von Ländern mit nicht nachhaltiger Fiskalpolitik, steigen an.

Dieser Bericht zeigt in Kapitel 3 die möglichen Konsequenzen einer nicht nachhaltigen Fiskalpolitik in den grossen Währungsräumen für die Schweiz auf. Ist keine Rückkehr zu stabilen Verhältnissen absehbar, führen Deviseninterventionen dazu, dass erstens die Schweiz die Fiskal- und Geld-

politik der grossen Währungsräume teilweise via Bilanz der SNB übernimmt, zweitens die Bilanz der SNB damit in ein Ungleichgewicht gerät und schliesslich die Glaubwürdigkeit der SNB und die Kaufkraft des Frankens gefährdet sind.

Will die SNB die Kaufkraft auch bei anhaltend unverantwortlicher Fiskalpolitik in den grossen Währungsräumen garantieren, wird sie mehr reale Wechselkursschwankungen und damit kurzfristig höhere Kosten für die Wirtschaft in Kauf nehmen müssen. Die politische Unabhängigkeit der SNB wird damit entscheidender denn je. Der Bericht diskutiert in Kapitel 4 Massnahmen, wie die Unabhängigkeit der SNB – basierend auf der Präferenz der Schweizer Bevölkerung für einen stabilen Franken mit hoher Kaufkraft – weiter gestärkt werden kann. Dazu gehören die bewusste gesetzliche Entlastung der SNB vom Konjunkturmanagement, eine ausreichende Eigenkapitalausstattung der SNB (dank einer Verkürzung der aktuellen Bilanz) und – verbunden mit dieser Fokussierung des Mandats – eine Absage an Reformideen eines breiter aufgestellten Direktoriums.

Abschliessend diskutiert Kapitel 5, über welche Optionen die Schweiz angesichts dieser Aussichten verfügt. Eine in diesem Bericht skizzierte unabhängige, konsequent auf die inländische Kaufkraft des Frankens ausgerichtete Geldpolitik bliebe nicht ohne Folgen für die Schweiz: Es wäre mit stärkeren Schwankungen der Inflationsraten, höheren Fiskalausgaben und Anpassungskosten für den Exportsektor zu rechnen. Die Stabilität des realen Wechselkurses und der Erhalt der inländischen Kaufkraft werden mittelfristig nicht mehr gleichzeitig möglich sein. Eine Abwägung ist notwendig.

2. Fiskaldominanz und ihre Konsequenzen

Warum wird in vielen Staaten den Zentralbanken das Recht eingeräumt, unabhängig von der Politik geldpolitische Entschiede zu fällen? Das klassische Argument lautet wie folgt: Zentralbanken müssen vom politischen Prozess unabhängig sein, weil sie nur so die kurzfristigen konjunkturellen Kosten für eine Volkswirtschaft in Kauf nehmen, die nötig sind, um langfristig das gesteckte Ziel – Preisstabilität, das heisst der Erhalt der Kaufkraft der Währung – einzuhalten.¹ Es ist kein Selbstzweck, dass Zentralbanken unabhängig über die Geldpolitik entscheiden können. Ziel des institutionellen Settings ist eine stabile Währung, denn eine stabile Währung ist über die Zeit die Grundlage für eine starke Wirtschaft und einen starken Finanzplatz.²

Zentralbanken agieren aber zugleich nicht ausserhalb der demokratischen Prozesse. Ihr Mandat wird ihnen von der Bevölkerung durch die üblichen politischen Prozesse aufgetragen. Auch wenn Zentralbanken in ihren Entscheiden unabhängig sind, agieren sie damit nicht in einem wirtschaftspolitischen Vakuum. Eine Zentralbank kann keine Geldpolitik über eine längere Zeit durchsetzen, die nicht den Wünschen der Bevölkerung entspricht.³ In der Schweiz hat dies zur Konsequenz, dass die SNB in ihrer Politik traditionell gemäss den Präferenzen der Bevölkerung dem Erhalt der Kaufkraft des Frankens und damit einer starken Währung eine hohe Bedeutung zumisst, auch wenn dies kurzfristig Kosten für die Wirtschaft verursacht. Der langfristige wirtschaftliche Erfolg und der Wohlstand geben der Schweiz recht. Der starke Franken ist eine wichtige Grundlage der Schweizer Erfolgsgeschichte.⁴

In der Theorie ist der Nutzen einer unabhängigen Zentralbank, also einer Zentralbank, die kurzfristige Kosten in Kauf nimmt, klar.⁵ Die Umsetzung in der Praxis trifft dennoch auf grosse Hürden. Diese waren zuletzt kaum sichtbar, da die Unabhängigkeit der Zentralbanken in den letzten Jahrzehnten in den grossen Industrieländern kaum je herausgefordert wurde. Die Zentralbanken konnten weltweit – und das gilt auch für die SNB – eine sehr grosszügige Geldpolitik fahren, ohne dabei Inflation zu verursachen. Die Rettung des globalen Finanzsystems, das Überleben des Euros, die Fi-

¹ Vgl. Kydland & Prescott, 1977 und Barro & Gordon, 1983.

² Jordan, 2023.

³ Vgl. Jost, 2018.

⁴ Vgl. Baltensperger, 2016.

⁵ Vgl. Masciandaro, Magurno & Tarsia, 2021 für einen aktuellen Überblick zur wissenschaftlichen Literatur.

nanzierung des US-Haushaltsdefizits, die Überbrückung der Corona-Pandemie: Die Zentralbanken haben in ihrer Rolle als letzte verfügbare Instanz dank ihrer Glaubwürdigkeit lange Zeit Schlimmeres abwenden können, ohne sichtbare Kosten zu verursachen.⁶

Die Rückkehr der Inflation im Nachgang der Corona-Krise hat dies jedoch geändert. Die Zinsen sind gestiegen, und je länger die Zinsen zur Bekämpfung der Inflation hoch bleiben, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit, dass dies volkswirtschaftliche Kosten verursachen wird. So ist mit konjunkturellem Gegenwind aufgrund gestiegener Investitionskosten zu rechnen. Und wenn immer mehr verschuldete Akteure der Wirtschaft aufgrund der hohen Zinsen und der Bewertungskorrekturen unter Druck geraten, erhöht dies die Wahrscheinlichkeit für einen Einbruch der Konjunktur weiter. Bei Konjunkturrückschlägen besteht die Gefahr, dass die Teuerung trotzdem auf hohem Niveau verharrt, wenn eine nicht unabhängige Zentralbank die Inflation aufgrund der gestiegenen Arbeitslosigkeit nicht genügend bekämpft. Eine solche Stagflation – Inflation verbunden mit einer wirtschaftlichen Stagnation – hat in den 1970er Jahren insbesondere die USA geplagt.⁷

Was ist Fiskaldominanz?

Noch schwieriger für eine Zentralbank ist allerdings der Umgang mit einer nicht nachhaltigen Staatsverschuldung, also einer Verschuldung, die nicht durch zukünftige Einkommen gedeckt ist. Steigende Schuldzinsen lassen die bereits hohen Fiskaldefizite weiter ansteigen. Limitierte Wachstumsaussichten und die zu erwartenden höheren Ausgaben für Sozialwerke, Rüstung und Bekämpfung des Klimawandels deuten auch langfristig auf weiter steigende Schuldenstände hin.⁸

Schwierig ist diese Ausgangslage für die Zentralbanken, weil sie ihnen die Unabhängigkeit raubt, ohne dass die Zentralbanken etwas dagegen tun können. Diese sogenannte Fiskaldominanz betrifft alle grossen Währungsräume. Vereinfacht bezeichnet Fiskaldominanz die Tatsache, dass eine Zentralbank die Probleme einer unverantwortlichen Fiskalpolitik ausbaden muss.

In der Theorie sind verschiedene Kanäle denkbar, wie die Fiskalpolitik die Geldpolitik beeinflusst.⁹ In der Praxis ist von Bedeutung, dass die Staatsschuldenmärkte die wichtigsten Märkte an den Finanzmärkten sind. Insbesondere sind die Zinsen auf Staatsschulden die Grundlage anderer Zinssätze. Die Kernaufgabe einer Zentralbank besteht darin, das Zins-

⁶ Vgl. Borio et. al, 2023.

⁷ Vgl. Bruno & Sachs, 1985.

⁸ Vgl. IMF, 2023 und frühere Ausgaben des IMF Fiscal Monitors.

⁹ Vgl. bspw. Sargent & Wallace, 1981, BIS, 2012 und Cochrane, 2023.

niveau auf dem geldpolitisch richtigen Niveau zu halten. Ein zu starker Anstieg der Zinssätze aufgrund des sinkenden Vertrauens der Anleger in die Zahlungsfähigkeit des Staates zwingt eine Zentralbank faktisch zum Eingreifen – und damit direkt oder indirekt dazu, den Staat zu finanzieren.

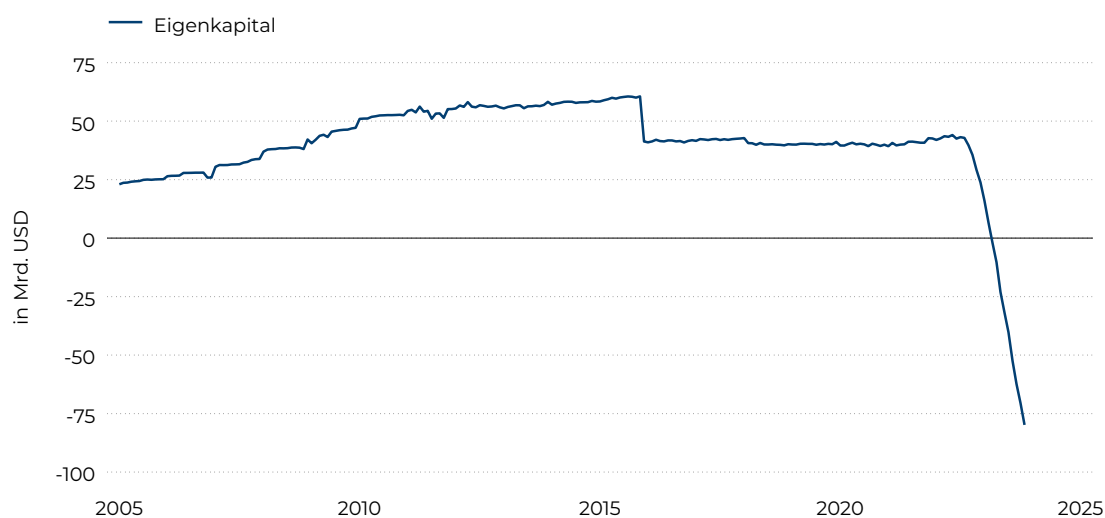
In der Eurozone zeigte sich dies im Jahr 2012, als der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi, zum mittlerweile berühmten «Whatever it takes»-Zitat griff.¹⁰ Im Sommer 2022 folgte mit der Einführung des «Transmission Protection Instrument» eine von der Öffentlichkeit weniger beachtete Möglichkeit, die es der EZB erlaubt, länderspezifische Anleihen zu kaufen, wenn deren Zinsen zu stark ansteigen.¹¹ Im März 2020 musste die US-Zentralbank nach Ausbruch der Corona-Krise innert kürzester Frist massiv auf dem US-Staatsanleihenmarkt eingreifen, um dessen Zusammenbruch zu verhindern.¹² Im September 2022 versprach die Bank of England den vorübergehenden unlimitierten Kauf von britischen Staatsanleihen, als die Budgetpläne der neuen Premierministerin Liz Truss zu Verunsicherung führten.¹³ All dies zeigt: Wenn es brennt, greifen Zentralbanken auf dem Staatsanleihenmarkt ein.

Zentralbankbilanzen im Fokus

Die Geschichte und der gesunde Menschenverstand lehren es: Die Folgen der Käufen von Staatsanleihen sind für eine

Abbildung 1: Amerikanische Zentralbank mit negativem Eigenkapital

Eigenkapital inklusive den negativen Verbindlichkeiten ("Earnings remittances due to the U.S. Treasury") der US-Zentralbank Federal Reserve.



Quelle: Federal Reserve, eigene Berechnungen

¹⁰ Draghi, 2012.

¹¹ European Central Bank, 2022.

¹² Jissing-Jorgensen, 2021.

¹³ Bank of England, 2022.

Abbildung 2: Ungleichgewicht in der Bilanz

Bilanz der US-Zentralbank Federal Reserve (Stand: 6. Dezember 2023).

Vermögen	In Mrd. USD	Verbindlichkeiten	
Staatsanleihen	4812	Banksichtguthaben & Abschöpfungs-instrumente	4681
Investitionen: Finanzierung der Fiskalpolitik		Verschuldung: Reales Versprechen	
Immobilienkredite	2447	Banknoten	2332
Übriges Vermögen	528	Übrige Verpflichtungen	774
		Eigenkapital	-80

Quelle: Federal Reserve, eigene Berechnungen

glaubwürdige Zentralbank überschaubar, sofern es sich um eine kurzfristige, vorübergehende Massnahme handelt. Wenn Fiskaldefizite aber ohne absehbares Ende durch die Zentralbanken finanziert werden, ist mit Geldentwertung, also dem Verlust von Kaufkraft, zu rechnen.¹⁴

Der unmögliche Spagat einer Zentralbank, gleichzeitig den Staat zu finanzieren und für Preisstabilität zu sorgen, zeigt sich stets in ihrer Bilanz. Dies ist auch aktuell am Beispiel der US-Zentralbank Federal Reserve zu beobachten, die seit diesem Sommer ein negatives Eigenkapital aufweist (vgl. Abbildung 1). Welcher Mechanismus steckt dahinter?

Wenn Zentralbanken Staatsanleihen kaufen, überschreiben sie dafür den Banken den Kaufbetrag auf ihre Sichtguthaben. Die Zentralbankbilanz besteht damit vereinfacht aus Staatsanleihen auf der Aktivseite und Sichtguthaben der Banken auf der Passivseite (vgl. Abbildung 2). Die Spannung besteht darin, dass die Passivseite den realen Wert behalten soll – die Währung soll nicht an Kaufkraft verlieren. Staatliche Schuldpapiere geben jedoch nur ein nominales Versprechen, nicht aber ein Versprechen über die Kaufkraft des ausgeliehenen Betrags – und eine reale Entwertung ist das einzige Mittel, die Tragbarkeit der Schuldenlast zu sichern.¹⁵

Wenn eine Zentralbank die Inflation bekämpfen will, erhöht sie ihre Leitzinsen. Um das Zinsniveau durchzusetzen, muss sie dafür den Banken, denen sie Staatsanleihen abgekauft hat, die Sichtguthaben auf der Zentralbankbilanz verzinsen. Es entstehen damit Kosten, die nicht zwingend von den Einnahmen auf den Anlagen gedeckt sind. Es ist mit Verlusten zu rechnen, weil die Zinseinnahmen auf den Staatsanleihen auf einem tieferen Zinsniveau festgeschrieben sind.¹⁶ Aktuell

¹⁴ Vgl. auch Baltensperger & Schaltegger, 2023.

¹⁵ Argument basierend auf Boos, 2023a und 2023b.

¹⁶ Kauft eine Zentralbank Staatsanleihen, reduziert sich die Duration der ausstehen-

macht die US-Zentralbank jeden Monat circa 10 Milliarden US-Dollar Verlust, weil die Kosten auf der Passivseite die laufenden Einnahmen der Aktivseite bei weitem übersteigen.¹⁷

Bei einer nicht nachhaltigen Schuldsituation der öffentlichen Hand und gleichzeitiger Bekämpfung der Inflation bleiben die Verluste bestehen. Die Zentralbank muss die staatlichen Refinanzierungsätze, also die Zinsen auf den Staatsanleihen, tief halten (sogenannte Zinskurvenkontrolle oder *Yield Curve Control*), um keine Schuldenspirale auszulösen. Das heisst, sie muss vermeiden, dass die Regierung neue Schulden ausgeben muss, nur um die Zinskosten zu zahlen. Die Zinseinnahmen auf den Staatsanleihen auf ihrer Aktivseite sind dadurch beschränkt. Gleichzeitig bezahlt die Zentralbank auf der Passivseite Zinsen auf den Banksichtguthaben, um trotz des Anleihenbesitzes die Inflation mit hohen Geldmarktzinsen zu bekämpfen.

Die Währungen in Mitleidenschaft

Zentralbanken können allerdings nicht bankrott gehen wie Unternehmen, weil sie trotz negativem Eigenkapital zahlungsfähig bleiben. Eine Zentralbank kann ihre eigenen Verluste bei Bedarf mit neu geschaffenem Zentralbankgeld finanzieren. Solange sie im Blick der Anleger glaubwürdig bleibt, behält dieses neu geschaffene Geld an Wert. Diese Glaubwürdigkeit hat allerdings zugleich ein Ablaufdatum, weil sie mit der Selbstfinanzierung diese Glaubwürdigkeit zunehmend in Frage stellt. Bleibt die Fiskalpolitik nicht nachhaltig aufgestellt, wird diese Glaubwürdigkeit schwinden, da keine Aussichten auf eine Rückkehr zu stabilen Verhältnissen bestehen.¹⁸

Die Gefahr eines «Zentralbank-Runs» entsteht, weil die Wirtschaftsakteure, speziell die ausländischen, den Anreiz haben, vor den anderen die Währung loszuwerden. In einem Szenario nicht nachhaltiger Fiskalpolitik wird somit eintreffen, was SNB-Präsident Thomas Jordan vor einiger Zeit in einem Referat vorausgesagt hat:

«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.»¹⁹

den Schulden aus einer aggregierten Staatsbilanzsicht. Langfristige Anleihen werden gegen kurzfristige Zentralbankschulden eingetauscht. Eine Inflationsbekämpfung verteuert damit rasch die tatsächlichen staatlichen Refinanzierungskosten.

¹⁷ Würde die Zentralbank die Anleihen gemäss Marktwert in die Bilanz einfließen lassen, lägen die Verluste höher bei rund einer Billion US-Dollar (vgl. Pollock, 2023).

¹⁸ Durch die Nicht-Verzinsung des Notenumlaufes und der Mindestreserven weisen Zentralbanken andauernde Seigniorage-Einnahmen aus. Sind diese grösser als das negative Eigenkapital, besteht per se kein Problem – allerdings sind diese Einnahmen beeinträchtigt, wenn die Zentralbank an Glaubwürdigkeit verliert (vgl. Föllmi, 2023). Zusätzlich machen Notenumlauf und Mindestreserven für viele Zentralbanken bereits heute nur noch einen kleinen Teil der Bilanz aus. Dies gilt umso mehr in einem Szenario von weiteren Staatsanleihenkäufe durch die Zentralbanken.

¹⁹ Jordan, 2020.

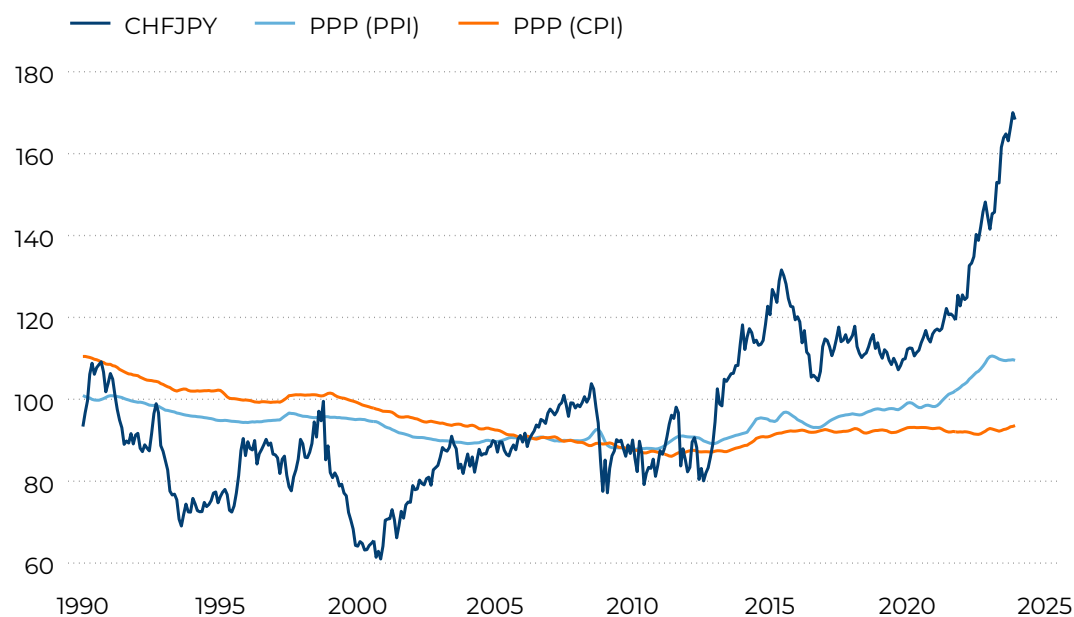
Zinskurvenkontrolle: Japan im Fokus

Deutlich weniger kurzfristige Kosten entstehen für eine Zentralbank, wenn sie die Zinsen gar nicht ansteigen lässt. Japan liefert ein aktuelles Beispiel dafür, dass dies trotzdem den Wert der Währung gefährdet. Die öffentlichen Schuldenstände in Japan sind bereits seit Jahren aussergewöhnlich hoch (gemäss Internationalem Währungsfonds rund 255 Prozent) und die Zentralbank hat mit massiven Käufen von Staatsanleihen eine explizite Zinskurvenkontrolle verfolgt. Trotz höheren Inflationsraten (im Schnitt rund 3 Prozent in den vergangenen zwei Jahren) verbleiben die Zinsen für längerfristige Staatsanleihen dadurch auf einem tiefen Niveau (aktuell rund 1 Prozent). Im Gegensatz zur Federal Reserve weist die japanische Zentralbank keinen negativen Cashflow aus, da aufgrund der ausbleibenden Inflationsbekämpfung kaum Kosten auf der Passivseite entstehen.²⁰

Als Konsequenz des aufgrund der hohen Staatsverschuldung limitierten Spielraums zur Inflationsbekämpfung kam mit der Rückkehr des Inflationsumfeldes im Nachgang der Corona-Krise aber die Währung massiv unter Druck – so jedenfalls eine naheliegende Interpretation der aktuellen Marktbewertung des Yens. Die Abbildung 3 zeigt, dass der

Abbildung 3: Yen-Kurs mit starker Abweichung von der Kaufkraftparität

Franken-Yen-Wechselkurs inklusive den fairen Wechselkursen gemäss Kaufkraftparität (PPP), berechnet mit Konsumentenpreisen (CPI) und Produzentenpreisen (PPI).



Quelle: Refinitiv, eigene Berechnungen

²⁰ Anhand einer Marktbewertung der Bilanz weist die Bank of Japan unrealisierte Verluste in der Höhe von 10.5 Billionen Yen auf ihr Anleihenportfolio aus. Dem gegenüber stehen aber unrealisierte Buchgewinne in der Höhe von 23.6 Billionen Yen auf ihr Aktienportfolio.

japanische Yen gegenüber dem Schweizer Franken seit der Corona-Krise 30 Prozent an Wert verloren hat.²¹ Der faire Wechselkurs gemäss Kaufkraftparität hat sich indes noch wenig bewegt, da die Inflation in Japan bisher kaum höher ausfiel als in der Schweiz. Würde die Inflation in Japan höher ausfallen als in der Schweiz, sänke die Kaufkraft des Yens schneller als diejenige des Frankens und der faire Wechselkurs würde sich dementsprechend anpassen.

Daraus lässt sich schliessen, dass der Markt nicht abwartet, bis die japanischen Inflationsraten im Vergleich zur Schweiz stärker ansteigen werden. Der Markt setzt aktuell offensichtlich aber darauf, dass diese Bewegung absehbar ist, dass also der Yen in Zukunft stärker an Kaufkraft verlieren wird als der Franken – eine angesichts der staatlichen Schuldenstände nachvollziehbare Erwartung.

Der Markt nimmt damit die beiden Erkenntnisse dieses Kapitels vorweg: Eine Zentralbank ist erstens de facto nicht politisch unabhängig, wenn die Fiskalpolitik im Währungsraum nicht nachhaltig aufgestellt ist. Zweitens verlieren die Regierungen nicht die Zahlungsfähigkeit, da die Zentralbank bei Bedarf eingreift. Doch wird damit die Währung des Landes über kurz oder lang markant an Wert verlieren.

²¹ Der Franken hat somit gegenüber dem Yen 50 Prozent an Wert gewonnen.

3. Ausländische Geldpolitik und die Bilanz der SNB

Die Frage ist nun: Was hat dies mit der Schweiz zu tun? Die Schweiz ist bezüglich Staatsschulden in einer deutlich besseren Position als die grossen Währungsräume. Nicht zuletzt die Einführung der Schuldenbremse im Jahr 2003 hat dazu geführt, dass die Fiskalposition nachhaltig aufgestellt ist.²² Die SNB ist keinem Druck ausgesetzt, Schweizer Staatsschulden zu kaufen. Die Verzinsung der Schweizer Eidgenossen, also der Schweizer Staatsanleihen, bleibt auch ohne Interventionen der SNB aussergewöhnlich tief.

Wechselkurs als Bindeglied zur ausländischen Geldpolitik

Die Schweiz ist aber von den nicht nachhaltigen Staatsfinanzen in den wichtigen Währungsräumen dennoch betroffen, und zwar deshalb, weil sie mit der ausländischen Geld- und Fiskalpolitik via Wechselkurs verbunden ist. Für die Schweizer Exportwirtschaft und damit die Schweizer Konjunktur ist der Wechselkurs wichtig. Eine reale Aufwertung des Franken hat Folgen²³:

- Eine Aufwertung schmälert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure; ohne Hedging ist eine Aufwertung mit einem Rückgang der Gewinnmargen verbunden.
- Kurz- und mittelfristig reduzieren die durch die Aufwertung verursachten Preiserhöhungen für ausländische Käufer die Exportmengen; dies führt zu rückläufigen Investitionen und einer reduzierten Arbeitsnachfrage. Dieser konjunkturelle Einbruch drückt die Preise nach unten und beeinflusst darum die Inflationsraten.
- Langfristig führt eine starke Währung zu einer zunehmenden Notwendigkeit von Produktionsverlagerungen.

Eine reale Aufwertung beeinflusst die Wirtschaftsentwicklung und damit vorübergehend auch die Preise.²⁴ Im gesetzlichen Mandat der SNB steht darum, dass die SNB bei ihrer Geldpolitik der «konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen» soll.

Nationalbankgesetz, Artikel 5: Aufgaben

1 Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.

²² Vgl. Jarck, Salvi & Schaltegger, 2022.

²³ Schwankungen des nominalen Wechselkurses, die Anpassungen an Inflationsdifferenzen reflektieren, stellen für die Wirtschaft in der Regel kein Problem dar, da sich die Wettbewerbsposition der Schweizer Unternehmen insgesamt dadurch nicht verändert.

²⁴ Der Wechselkurs beeinflusst die Schweizer Inflation auch direkt via Importpreise. In empirischen Modellen zur Erklärung der Schweizer Inflationsentwicklung hat der Wechselkurs insgesamt aber eine relativ geringe Bedeutung.

Die Ausgangslage präsentiert sich für die Schweiz demnach wie folgt: Die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft hängt kurzfristig von der Wechselkursentwicklung ab. Wechselkurse sind aber immer bilaterale Beziehungen, sie hängen von der Fiskal- und Geldpolitik der anderen Währungsräume ab. Wie in Kapitel 2 besprochen, wird in den für die Schweiz wichtigen Währungsräumen eine unverantwortliche Fiskal- und Geldpolitik betrieben, die in einem realistischen Szenario zu einem verstärkten Kaufkraftverlust führen wird. Die Schweizer Wirtschaft ist damit abhängig von Währungen, die markant an Kaufkraft verlieren können.

Kann die SNB diese wirtschaftliche Abhängigkeit abfedern, indem sie den Franken mit Interventionen schwächt, ohne ins geldpolitische Fahrwasser anderer Länder zu geraten? Bis jetzt ist dies gelungen: Die SNB konnte die Wechselkursbewegungen, die durch die Unsicherheiten rund um die Fiskalsituation insbesondere in der Eurozone entstanden sind, stark abfedern, und gleichzeitig blieb die Inflation hierzulande mehrheitlich im Zielband der Nationalbank.

SNB-Bilanz: Die Einnahmenseite mit stark eingeschränktem Gewinnpotenzial

Die SNB musste jedoch einen starken Ausbau der SNB-Bilanz aufgrund der Deviseninterventionen in Kauf nehmen. Und wie im Ausland verstecken sich in dieser Bilanz auch hierzulande Risiken. Die Ausgangslage ist ähnlich wie bei ausländischen Zentralbanken. Die SNB muss die aufgrund der Interventionen gestiegenen Guthaben der Banken bei ihr verzinsen, und es ist nicht eindeutig, ob sie diese Kosten wieder mit den Einnahmen auf ihren Devisenreserven ausgleichen kann.

Die zu erwartende Rendite besteht aus drei Teilen (vgl. Abbildung 4):

Abbildung 4: Bestandteile der Rendite von SNB-Devisenanlagen



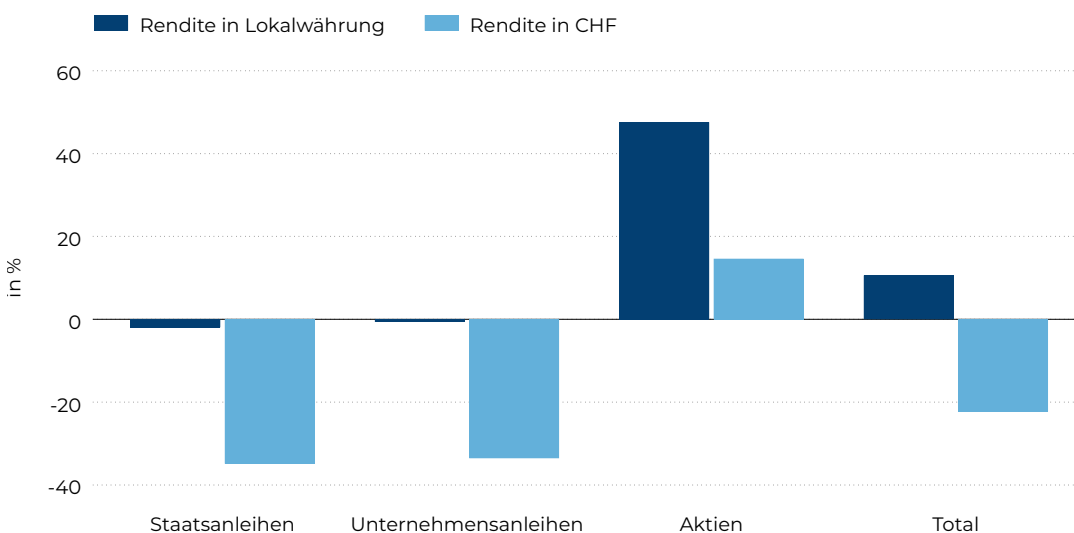
- Erstens ist das Zinsniveau im Ausland höher als in der Schweiz. Allerdings wird diese Zinsdifferenz durch die Aufwertung zunichtegemacht, da Anleger für die tieferen Zinsen gemäss der Zinsparitätentheorie kompensiert werden wollen.
- Zweitens kann die SNB in Anlagen investieren, die eine längere Laufzeit aufweisen. Für die SNB ist wichtig, dass die Investitionen sehr liquide sind, damit sie bei Bedarf ihre Bilanz rasch möglichst wieder verkleinern kann, wenn dies geldpolitisch verlangt ist. Längerfristige Anlagen bestehen zum grossen Teil aus Staatsanleihen der grossen Währungsräume – und damit von stark überschuldeten Staaten. Diese werden entweder an Wertverlusten wegen steigender Zinsen oder – mit einer Zinskurvenkontrolle – wegen einer verstärkten Aufwertung des Frankens gegenüber dieser Währung leiden. Es gilt für die SNB, was für alle Gläubiger stark überschuldeter Schuldner gilt: Sie müssen mit realen Verlusten rechnen.
- Drittens kann die SNB in Anlagen wie Aktien investieren, die langfristig ein höheres Renditepotenzial aufweisen. Diese sind aber auch stärker von kurzfristigen Wertschwankungen in konjunkturell unsicheren Zeiten geprägt.

Realistisches Szenario: Verluste und negatives Eigenkapital

Die Entwicklung der Devisenanlagen im japanischen Yen bietet hier Anschauungsmaterial. Die SNB hat 8 Prozent ihrer Devisenreserven in japanischen Yen investiert, besitzt also aktuell Yen in der Höhe von rund 60 Milliarden Franken.

Abbildung 5: Yen-Anlagen mit Verlusten

Geschätzte Rendite der SNB-Devisenreserven in Yen seit 1.1.2020.



Quelle: Refinitiv, SNB, eigene Berechnungen

Mit den Devisenreserven im japanischen Yen ist genau das passiert, was gemäss den theoretischen Überlegungen zu erwarten war (vgl. Abbildung 5). Der Wert der Anleihen gemessen in Yen blieb dank der Zinskurvenkontrolle der Zentralbank in etwa konstant. Die starke Abwertung des Yens führte aber dazu, dass diese Anleihen in Franken gemessen stark an Wert verloren haben. Anders ist es bei den Aktienanlagen. Diese gewannen in Lokalwährung zwar massiv an Wert, aufgrund der Yen-Abwertung reduzieren sich diese Gewinne in Franken gemessen aber stark.

Das Fallbeispiel Japan zeigt also, was die SNB-Bilanz im wahrscheinlichen Szenario, dass auch in den anderen grossen Währungsräumen die Fiskalpolitik nicht nachhaltig ist, erwarten dürfte. Eine Kombination von Aufwertungen und Bewertungsverlusten wird zu Verlusten in der SNB-Bilanz führen. In konjunkturell unsicheren Zeiten kommen Verluste auf den Aktienanlagen hinzu. Das Beispiel des Yens zeigt, dass Abwertungen von 30 Prozent über drei Jahre auch ohne Vertrauensschock, also weit weg von einem Extremszenario, möglich sind. Nehmen wir das aktuelle Yen-Szenario als Beispiel, würde dies bei der SNB mit einer Bilanz wie zum Ende des 3. Quartals 2023 zu Verlusten in der Höhe von rund 160 Milliarden Franken und einem negativen Eigenkapital in der Höhe von rund 90 Milliarden Franken führen. Bei gleichzeitiger Abschwächung der Konjunktur und einem Einbruch der Aktienmärkte kämen weitere Verluste hinzu.

Negatives Eigenkapital nicht unproblematisch

Negatives Eigenkapital ist auch bei der SNB kurzfristig nicht per se ein Problem. Allerdings stellt dies wie bei den ausländischen Zentralbanken die Glaubwürdigkeit in Frage. Denn auch die SNB kann nicht sicher sein, dass sie langfristig diese Verluste wirklich wieder wettmachen kann. Im wahrscheinlichen Szenario ohne baldige Rückkehr zu einer nachhaltigen Fiskalsituation in den grossen Währungsräumen wäre das Risiko hoch, dass die Zinsen ansteigen oder die entsprechenden Währungen weiter abwerten.

Ein Glaubwürdigkeitsverlust der SNB aufgrund des negativen Eigenkapitals würde dabei nicht automatisch zu einer Abwertung des Frankens und damit zu Bewertungsgewinnen führen. Wahrscheinlicher ist das Szenario, dass die relative Glaubwürdigkeit in der Schweiz höher (respektive die Inflationsrate tiefer) bleibt als in den grossen Währungsräumen. Damit wäre trotz Glaubwürdigkeitsverlust in der Schweiz mit einer Aufwertung gegenüber den grossen Währungen zu rechnen, und die Verluste würden nicht automatisch zu Bewertungsgewinnen führen.²⁵

²⁵ Und auch wenn diese Aufwertung und die Verluste der SNB aufgrund des Glaub-

Aktien oder Gold als Alternativen?

Die Bilanz der SNB kann damit beschrieben werden, dass sich die SNB *real* verschuldet, weil ihre Verschuldung dem Massstab der Schweizer Geldpolitik unterliegt. Die Sichtguthaben der Banken bei ihr sollen gemäss dem Mandat der SNB die Kaufkraft nicht verlieren.²⁶ Die SNB investiert aber in *nominale* Anlagen, die ihren Wert nur nach dem Massstab der ausländischen Geldpolitik erhalten (vgl. Abbildung 6).

Wäre darum ein höherer Aktienanteil die Lösung für eine ausgeglichene Bilanz, um anstelle von Staatsschulden mehr reale Werte zu besitzen? Mit 25 Prozent liegt der Aktienanteil für ein Zentralbank-Portfolio bereits auf hohem Niveau, dazu kommen Unternehmensanleihen. Aber mit mehr Aktien und Unternehmensanleihen erhöhen sich auch die Liquiditäts- und Verlustrisiken. Letzteres gilt insbesondere, wenn bereits hohe Bewertungen die Renditeerwartungen der Anlagen reduzieren.

Zu Investitionen in ausländischen Währungsräumen mit nicht unabhängigen Zentralbanken gibt es eine weitere Alternative: Gold. Ein höherer Goldanteil wäre ratsam, um in eine Währung zu investieren, die nicht von einer unverantwortlichen Geld- und Fiskalpolitik bestimmt wird. Es würde viel dafürsprechen, mit einer steigenden Bilanz auch Gold zu kaufen und damit den Goldanteil stabiler zu halten, als dies seit dem Jahr 2000 der Fall war (vgl. Abbildung 7). Die Bilanz einsetzen, um den Wechselkurs einigermaßen stabil zu halten und mit den Devisenreserven mehr und mehr

Abbildung 6: Ungleichgewicht in der SNB-Bilanz

Bilanz der Schweizerischen Nationalbank (Stand: September 2023).

Vermögen	In Mrd. CHF	Verbindlichkeiten	
Devisenreserven <i>Ausländische Geldpolitik</i>	703	Banksichtguthaben & Abschöpfungsinstrumente <i>Schweizer Geldpolitik</i>	625
Gold	57	Banknoten	74
Sonstiges Vermögen	61	Übrige Verbindlichkeiten	55
		Eigenkapital	67

Quelle: SNB, eigene Berechnungen

würdigkeitsverlustes geringer ausfallen: Das Mandat der SNB ist ein absolutes. Die Schweiz soll gemäss dem Gesetzgeber nicht eine tiefere Inflation aufweisen als andere Länder, sondern die Kaufkraft hierzulande unabhängig von den Geschehnissen im Ausland garantieren. Geringere Verluste reichen darum nicht aus.
26 Boos, 2023a und 2023b.

Gold anzuhäufen, kann aber auch nicht die Lösung sein. Das Klumpenrisiko wird riesig, unter anderem weil die Liquidität von Gold nicht gegeben ist. Gold lässt sich nur schwerlich in grossen Mengen verkaufen, was die Geldpolitik stark einschränken könnte.²⁷

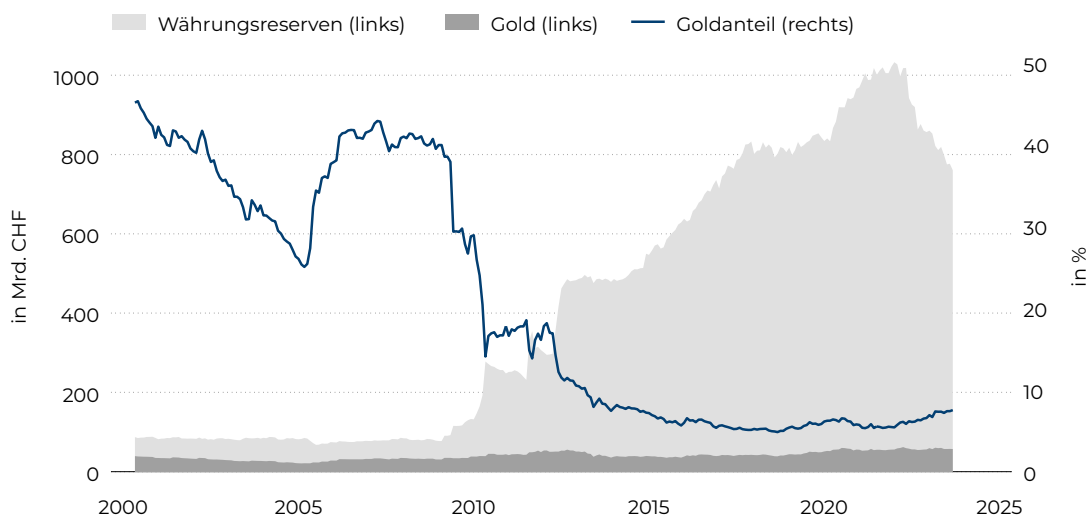
Bisherige Anlagerenditen zerstreuen Zweifel nicht

Die SNB konnte bisher vermeiden, negatives Eigenkapital aufzuweisen. Dies ist nicht selbstverständlich. Verluste hätten grösser ausfallen können, und auch für die SNB «beschränkt sich die Möglichkeit, unverzinsten Franken auszugeben und verzinst anzulegen, praktisch auf das Bargeld. Diese sogenannten Seigniorage-Gewinne, die lange der zentrale Pfeiler der Ertragskraft der SNB waren, fallen also nur noch auf einem kleinen Teil der ausgegebenen Franken an»²⁸.

Ein Blick auf die Renditen der letzten Jahre zeigt zudem die Schwierigkeit, die auf der Passivseite entstehenden Kosten wieder einzuspielen. Insgesamt lagen die Renditen auf dem SNB-Portfolio ohne Gold seit dem Jahr 2000 (mit unterschiedlichen Anlagestrategien) bei 1.3 Prozent (vgl. Abbildung 8). Zuletzt fiel die durchschnittliche Rendite trotz

Abbildung 7: Historisch tiefer Goldanteil

Anteil von Gold an den Währungsreserven der SNB.



Quelle: SNB, eigene Berechnungen

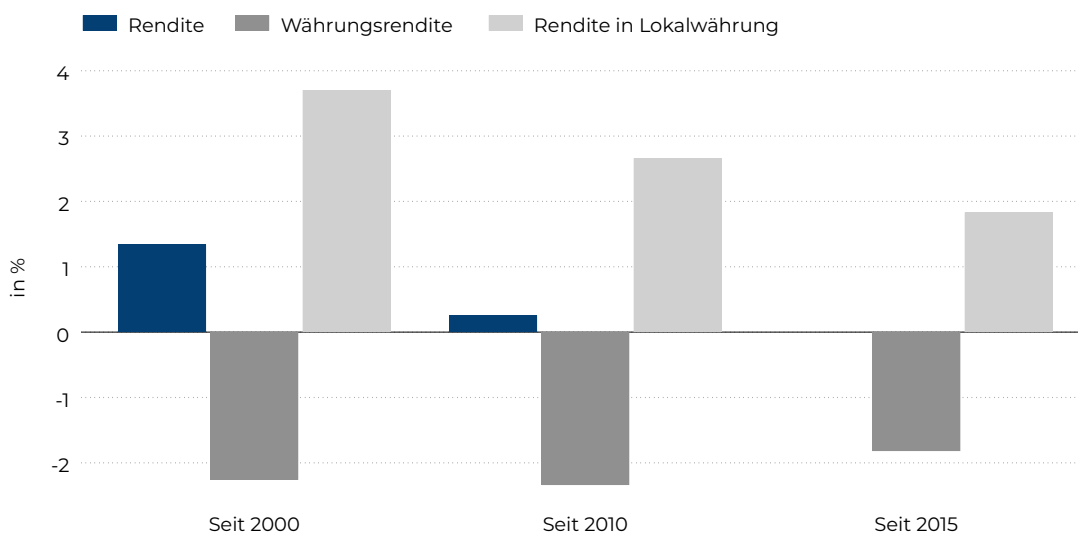
²⁷ Eine Alternative besteht theoretisch erstens in vermehrten Investitionen in Schwellenländer, in denen die Verschuldung die Unabhängigkeit der Zentralbank weniger bedroht. Allerdings sind die institutionellen Risiken in diesen Ländern trotzdem hoch. Zweitens stellen Immobilien reale Sachwerte dar, sie kommen allerdings kaum in Frage, da der Aufwand für die Bewirtschaftung eines solch grossen Portfolios kaum zu bewältigen ist (vgl. Jost, 2021 für eine Diskussion.)

²⁸ Boos, 2023b. Mit der Entscheidung der SNB, die Mindestreserven nicht mehr zu verzinsen, erhöht sich das Gewinnpotenzial der SNB leicht. Es handelt sich aktuell aber nur um einen kleinen Teil der Sichtguthaben der Banken, die Ausgangslage ändert sich darum kaum.

höherem Aktienanteil noch tiefer aus, seit 2015 hat die Aufwertung die kleine Rendite in Lokalwährung komplett neutralisiert. Die Renditen hätten somit nicht gereicht, um die aktuellen Kosten auf der Passivseite der SNB zu decken, die sich bei etwa 1.6 Prozent der Sichtguthaben und Abschöpfungsinstrumente befinden (vgl. Abbildung 9). Dies trotz insgesamt guten Verhältnissen an den Finanzmärkten und der Hoffnung, dass eine Rückkehr zu stabilen fiskalpolitischen Verhältnissen auch den Abbau der SNB-Bilanz vollständig

Abbildung 8: Aufwertung drückt Rendite auf Devisenreserven

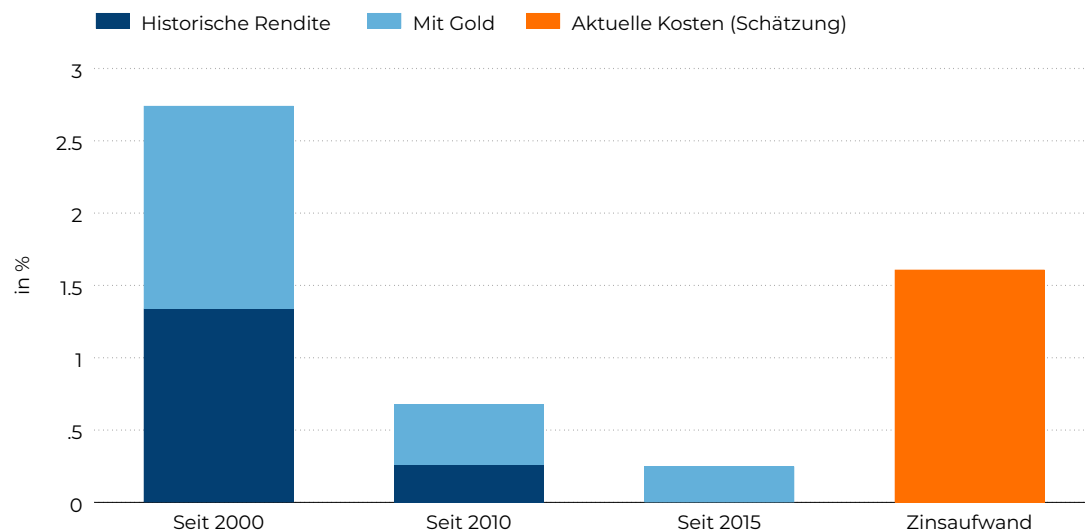
Durchschnittliche historische Rendite auf Devisenreserven der SNB und ihre Bestandteile (Stand: Q3 2023).



Quelle: SNB, eigene Berechnungen

Abbildung 9: Historische Renditen im Vergleich zum aktuellen Zinsaufwand

Durchschnittliche historische Rendite auf den Devisenreserven und Gold sowie der aktuelle Aufwand für die Verzinsung der Sichtguthaben und der Abschöpfungsinstrumente.



Quelle: SNB, eigene Berechnungen

ermöglicht. Nur dank Gold und dem in den Nullerjahren hohen Goldanteil fällt die historische Durchschnittsrendite höher aus als die Kosten.

Auf Interventionen verzichten, um Verluste zu vermeiden

Verdichten sich die Anzeichen, dass die Fiskalsituation in den grossen Währungsräumen nicht nachhaltig ist, wird der Balanceakt immer riskanter.²⁹ Das heisst im Umkehrschluss: Die Bilanz darf zukünftig weniger stark genutzt werden, um die Kaufkraft des Frankens nicht zu gefährden. Die Verluste auf der SNB-Bilanz würden zu gross, das Eigenkapital zu negativ. Wenn langfristig keine Besserung sichtbar und damit keine Rückkehr zu Gewinnen absehbar ist, ist auch die Preisstabilität in der Schweiz stark gefährdet.

Gewisse Eingriffe in den Devisenmarkt und Verluste auf den Investitionen in Staatsanleihen kann die SNB in der Theorie in Kauf nehmen, um mit Aktien oder Gold die Rendite für das benötigte Eigenkapital über die lange Frist trotzdem zu erarbeiten. Die Bilanz darf dabei aber im Schnitt nicht schneller als das Eigenkapital ansteigen. Gleichzeitig besteht dabei aber keine Garantie, dass die reale Rendite von Aktien höher als die Zinszahlungen der SNB auf den Sichtguthaben der Banken ausfällt. Die Weltbank rechnet mit einem Potenzialwachstum von 2.2 Prozent für die Weltwirtschaft für das laufende Jahrzehnt (Kose & Ohnsorge, 2023). Höhere Renditeerwartungen für Aktien sind damit unrealistisch, was der SNB nur beschränkten Zinsspielraum gäbe, um eine allfällige Inflation zu bekämpfen, auch wenn sie ihre Devisenreserven komplett in Aktien investieren und die damit verbundenen massiven Schwankungen in Kauf nehmen würde.

Je stärker der Kaufkraftverlust in den grossen Währungsräumen ausfällt, desto mehr wird die SNB also auf kurzfristiges Management der Konjunktur via Wechselkurs verzichten müssen, um die Kaufkraft des Frankens zu erhalten. Das gilt auch für zukünftige Währungskrisen, mit denen gemäss der erwähnten Argumentation von Thomas Jordan wohl auch die SNB rechnet. Die Schweiz muss damit verstärkt kurzfristige Kosten in Kauf nehmen: Dafür braucht es eine unabhängige SNB, die dem politischen Druck, kurzfristig möglichst viele Kosten zu vermeiden, nicht nachgibt.

²⁹ Die SNB hat diese Möglichkeit von andauernden, strukturellen Aufwandüberschüssen im Jahr 2011 als Gefahr für ihre Bilanz anerkannt, aber noch als höchst unwahrscheinlich eingeschätzt (Jordan, 2011).

4. Stärkung der Unabhängigkeit der SNB

Wie müsste die SNB mit diesem Szenario umgehen? Der Druck wird hoch sein, bei zukünftigen Aufwertungen des Frankens auf dem Devisenmarkt einzugreifen, um die kurzfristigen Kosten für den Exportsektor zu reduzieren. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die SNB seit der globalen Finanzkrise wie andere Zentralbanken die Wirtschaft insgesamt mit einer grosszügigen Politik unterstützen konnte – im Gegensatz zu anderen Zentralbanken mit bisher nur wenig Auswirkungen auf die Inflation.

Die SNB gilt traditionell als unabhängig.³⁰ Der Beweis für ihre Unabhängigkeit muss die SNB aber immer wieder neu liefern. Was würde es der SNB erleichtern, politisch unabhängig zu handeln und zu kommunizieren? Falls die Preisstabilität erste und oberste Priorität hat, steht eine mögliche Gesetzesänderung im Vordergrund.

Streichung des Satzes «Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung»

Im Vordergrund müsste stehen, das gesetzliche Mandat der SNB klar und explizit auf das längerfristige Ziel des Kaufkraftershalts des Frankens auszurichten. Im Gesetz heisst es entsprechend: «[Die Nationalbank] gewährleistet die Preisstabilität.» Das geltende Gesetz erlaubt es der SNB jedoch zugleich, mit ihrer Wechselkurspolitik die Konjunktur zu beeinflussen. Der entsprechende Satz im SNB-Mandat lautet wie folgt: «Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung». Es sind unterschiedliche Interpretationen dieses Satzes denkbar, was sich bereits in der Botschaft zum Nationalbankgesetz widerspiegelte. Insgesamt besteht aber das Risiko, dass dieser Satz das Preisstabilitätsziel relativiert.

Botschaft zum Nationalbankgesetz (S. 6182-6182).

Da die Nationalbank mit der Geldpolitik über ein wirksames wirtschaftspolitisches Instrument zur Konjunkturstabilisierung verfügt, wird ihr auch eine Mitverantwortung für die realwirtschaftliche Entwicklung übertragen. [...]

Die SNB muss also auf die Konjunktur Rücksicht nehmen. Die Möglichkeiten der Geldpolitik zur Konjunkturbeeinflussung sind aber begrenzt und dürfen nicht überschätzt werden. Die meisten Ökonomen vertreten heute die Meinung, dass eine Notenbank über wirksame Instrumente zur Beeinflussung der Konjunktur verfügt, diese aber nicht in jeder Situation so einsetzen kann, dass auch die Preisstabilität gewahrt bleibt. Der

³⁰ Vgl. Cukierman, Webb & Neypati, 1992.

Transmissionsmechanismus ist komplex, und es bestehen nur lückenhafte Kenntnisse über die Wirkungsweise der Geldpolitik. Dies hängt auch damit zusammen, dass die Wirkungen der Geldpolitik zum Teil mit langen und variablen Verzögerungen eintreten. Für den Erfolg einer diskretionären Geldpolitik (mit dem Ziel einer antizyklischen Konjunktursteuerung im Sinne eines keynesianischen «demand management») fehlen somit die ökonomisch-technischen Voraussetzungen. Es besteht vielmehr die Gefahr, dass sich diskretionäre Massnahmen prozyklisch auswirken und die Notenbank selber Ursache makroökonomischer Instabilität wird. Erschwerend kommt hinzu, dass jeder Versuch einer aktiven Konjunktursteuerung durch die Notenbank auch die Erwartungen der Wirtschaftsakteure beeinflusst. Diese Erwartungen können entgegengesetzte Effekte auslösen und wirksame Reaktionen der Zentralbank auf Störungen verunmöglichen. Schliesslich ist es oft schwierig, Störungen rechtzeitig zu identifizieren und zu quantifizieren. Die Geldpolitik kann deshalb das konjunkturelle Auf und Ab nicht vollständig ausschalten.

Wie Kapitel 2 und 3 zeigten, führt ein Konjunkturmanagement via Deviseninterventionen zu einer wachsenden Bilanz und diese Bilanz führt angesichts realistischer Szenarien zu grossen Risiken für die Preisstabilität. Um diese Risiken für die Preisstabilität zu vermeiden, werden also weniger Deviseninterventionen und damit weniger Konjunkturmanagement möglich sein, so wie dies im zitierten Ausschnitt der Botschaft zum Nationalbankgesetz schon angedeutet wird: «[...] dass eine Notenbank über wirksame Instrumente zur Beeinflussung der Konjunktur verfügt, diese aber nicht in jeder Situation so einsetzen kann, dass auch die Preisstabilität gewahrt bleibt.»

Wie es diese Botschaft ebenfalls aufzeigt, funktioniert Konjunkturmanagement in der Theorie besser als in der Praxis. Es ist eine bekannte Erkenntnis in der Geldpolitik, dass geldpolitische Entscheide erst mit Verzögerung ihre Wirkung entfalten und sich Zinsveränderungen erst mit Verzug auf Kreditvergabe, Konjunktur und Inflation auswirken. Die Verzögerung hängt von der Beschaffenheit der Wirtschaft ab und fällt möglicherweise heute etwas kürzer aus als früher.³¹ Aber mit mindestens ein bis zwei Jahren ist weiterhin zu rechnen, bis sich eine Wirkung zeigt.

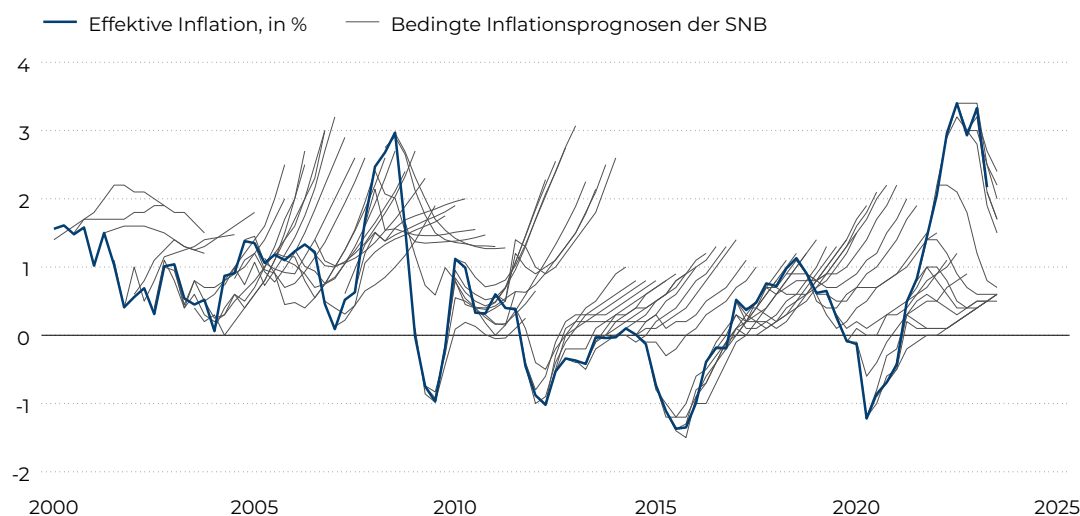
Wirtschaftsprognosen für diesen Zeitraum sind allerdings äusserst ungenau. Dies zeigt sich in den Inflationsprognosen der Zentralbanken, die nach bestem Wissensstand und unter grossem Aufwand erstellt werden (vgl. Abbildung 10).³² Der

³¹ Doh & Foerster, 2022.

³² Die Unterschiede zwischen prognostizierter und tatsächlicher Inflation in Phasen konstanter Leitzinsen zeigen, dass dies nicht darauf zurückzuführen ist, dass es sich im Fall der SNB-Prognosen um *bedingte* Prognosen handelt, also unter der Annahme

Abbildung 10: Realität weicht stark von Inflationsprognosen ab

Bedingte Inflationsprognosen der SNB und die tatsächlich eingetretene Inflation



Quelle: SNB, eigene Berechnungen

Präsident der US-Zentralbank, Jerome Powell, hat es zuletzt mit folgender Metapher beschrieben: Zentralbanken orientieren sich an den Sternen – dies aber oft bei starker Bewölkung.³³

Ähnliche schlechte Erfahrungen machten die Zentralbanken mit der Forward Guidance, als sie versucht haben, ihre zukünftigen Handlungen weit im Voraus anzukündigen.³⁴ Die Zukunft hielt sich nur selten an das Skript. Die SNB hat sich diesem Trend glücklicherweise nie angeschlossen. Die Schlussfolgerung für Zentralbanken wäre klar: Mit möglichst ruhiger Hand soll eine auf lange Frist – das heisst die nächsten fünf bis zehn Jahre – ausgerichtete Politik verfolgt werden. Über Entwicklungen in diesem längeren Horizont lässt sich in der Tat etwas sagen, sowohl zum Trendwachstum als auch zum Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation.

Aus diesen Gründen würde sich die Streichung des erwähnten Satzes «Dabei trägt [die SNB] der konjunkturellen Entwicklung Rechnung» anbieten. Diese Streichung würde die SNB innenpolitisch vor dem Zwang schützen, konjunkturpolitisch motiviert am Devisenmarkt einzugreifen und Frankenaufwertungen vorschnell verhindern zu müssen. Diese Stärkung der Unabhängigkeit der SNB könnte allerdings den Aufwärtsdruck auf den Franken verstärken, da es das Bild des sicheren Hafens verstärkt. Wichtig zu betonen ist darum, dass auch mit der Streichung dieses Satzes Devis-

konstanter Leitzinsen.

³³ Powell, 2023.

³⁴ Vgl. bspw. Issing, 2014.

eninterventionen möglich wären. Exzessive kurzfristige Bewegungen des realen Wechselkurses könnte die SNB aus Preisstabilitätsgründen weiterhin auffangen. Reflektiert die Wechselkursbewegung eine reine Übertreibung und nicht eine gerechtfertigte Antizipation zukünftiger Entwicklungen, wäre das Verlustpotenzial für die Bilanz begrenzt und die SNB könnte die Devisen rechtzeitig mit Gewinn wieder verkaufen.

Die Risiken für den Kaufkrafterhalt wären insbesondere begrenzt, wenn die SNB genügend Eigenkapital aufweist. Eine genügend hohe Eigenkapitalquote ist damit ebenfalls von entscheidender Bedeutung.

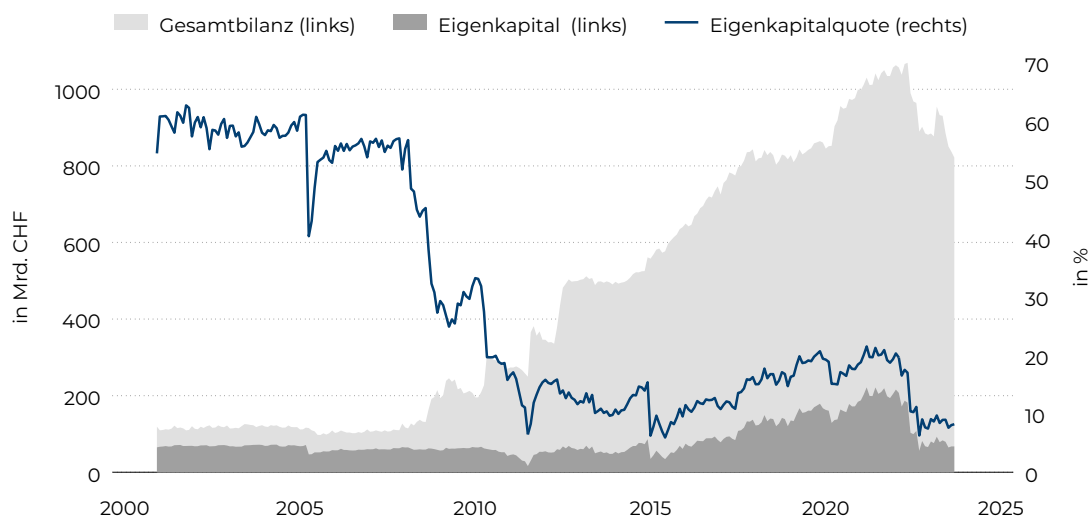
Minimale Eigenkapitalquote

Bezüglich Eigenkapital helfen zwei widersprüchliche Bedingungen, die Unabhängigkeit der Zentralbank abzusichern. Erstens soll das Risiko von negativem Eigenkapital möglichst klein ausfallen, und zweitens darf die SNB nicht vor Verlusten zurückschrecken, um Aufwertungen bei Bedarf zuzulassen. Beide Bedingungen sind bei einer hohen Eigenkapitalquote erreicht. Dies impliziert eine Bilanz, die im Schnitt nicht stärker ansteigt als das Eigenkapital. Zwei Wege ermöglichen dies: Gesetzliche Vorgaben, basierend auf Einzahlungen der Steuerzahlenden, oder die SNB in Eigenregie.

Kapitalerhöhungen durch die Steuerzahler erhöhen den Spielraum der Zentralbank, um mit Interventionen eine Aufwertung zu bekämpfen. Der Einbezug der Steuerzahler sorgt aber für politischen Druck. Auch automatische Reka-

Abbildung II: Tiefe Eigenkapitalquote der SNB

Eigenkapital als Anteil der gesamten Bilanz der SNB.



Quelle: SNB, eigene Berechnungen

pitalisierungen durch den Steuerzahler bei Unterschreiten einer spezifischen Eigenkapitalquote (analog den schwedischen Regeln³⁵) erhöht den Druck auf die SNB, Verluste zu vermeiden. Eine rechtlich abgestützte Eigenkapitalquote gefährdet damit die politische Unabhängigkeit der SNB.

Die SNB hat aber den Anreiz, auf eigene Regie eine minimale Eigenkapitalquote über eine längere Frist zu erreichen. Es kann keine klare Regel geben, wie hoch das Eigenkapital ausfallen muss, zu unterschiedlich sind mögliche Zukunftsszenarien. Die negative Rendite in der Höhe von 13.1 Prozent im Jahr 2022 zeigt, was möglich ist ohne starke Währungsaufwertung und Konjunkturerinbruch. Basierend auf den Erfahrungen des aktuellen Japan-Szenarios (insgesamt 30 Prozent Verluste ohne Aktiengewinne) wären wiederum mindestens 30 Prozent als grobe Faustregel angebracht.

Dies ist weniger als das historische Eigenkapital vor der globalen Finanzkrise, aber deutlich mehr als aktuell (vgl. Abbildung 10). Beim aktuellen Eigenkapital würde eine Eigenkapitalquote von 30 Prozent eine Bilanz in der Höhe von gut 200 Milliarden Schweizer Franken ermöglichen. Die SNB hat damit den Anreiz, den Bilanzabbau, den sie im Herbst 2022 begonnen hat, rasch weiterzuführen. Nur so kann sie sich Handlungsspielraum verschaffen, um sehr starke Aufwertungen mit Interventionen zu bekämpfen, ohne die Preisstabilität zu gefährden.

In jedem Szenario ist wichtig, dass Bund und Kantone sich auf das wahrscheinliche Szenario einstellen, wonach sie über Jahre von der Nationalbank keine Ausschüttungen erhalten werden.

Kleines technokratisches Direktorium mit fokussiertem Mandat

Die Governance von Zentralbanken ist ein komplexes und anspruchsvolles Thema.³⁶ Im Hinblick auf die in diesem Bericht erörterte Unabhängigkeit der SNB, die es ihr ermöglichen soll, kurzfristige wirtschaftliche Kosten nicht verhindern zu müssen, ist folgender Punkt wichtig: Reformideen, die das Direktorium mit Verweis auf die Praxis im Ausland breiter aufstellen möchten³⁷, sind eine Absage zu erteilen. Das Ziel von grösseren Gremien ist es, aufgrund der breiteren Abstützung ausgewogener aufgestellt zu sein.³⁸ Soll die Preisstabilität aber erste Priorität geniessen, bedarf es

³⁵ Riksbank, 2023.

³⁶ Vgl. für einen Überblick BIS, 2009.

³⁷ Gerlach, Lengwiler & Wyplosz, 2022.

³⁸ Der Internationale Währungsfonds empfiehlt explizit, "to ensure a balanced view, alleviate concerns about central banks being too conservative, and to a lesser extent to address a perceived democratic deficit, outside members with special expertise should also be considered" (Lybek & Morris, 2004).

keines breiter abgestützten Direktoriums, um verschiedene Ansichten zu reflektieren. Im Gegenteil, das Mandat des Direktoriums soll noch klarer auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtet sein. Mit der in Verfassung und Gesetz verankerten Unabhängigkeit der SNB bindet sich die Bevölkerung ganz bewusst wie Odysseus an einen Pfahl, um den Sirenen-Klängen kurzfristiger Verlockungen widerstehen zu können. Dazu ist ein kleines, technokratisches SNB-Direktorium besser geeignet als ein breit aufgestelltes Gremium.

Je unabhängiger und technokratischer das Direktorium ist, desto expliziter und enger muss dabei in einer Demokratie das Mandat formuliert werden. In dem in diesem Bericht skizzierten herausfordernden Umfeld ist der klare Fokus auf die Preisstabilität besonders zentral, und der diskretionäre Spielraum für die SNB sollte so klein wie möglich gehalten werden.³⁹

Als Gegenstück zur Unabhängigkeit hat die SNB weiter eine Rechenschafts- und Erklärungspflicht. Diese hat sie in erster Linie direkt gegenüber der Bevölkerung, welche die Kaufkraft priorisiert, und nicht gegenüber Politikern und Finanzmärkten, die kurzfristiger orientiert sind.⁴⁰ Die Bevölkerung muss dabei die Entscheidungen der SNB nachvollziehen und gutheissen können.⁴¹ Die SNB hat darum ein grosses Interesse an einer transparenten und klaren Kommunikation gegenüber der Bevölkerung.⁴² Nur wenn die Bevölkerung hinter der SNB-Politik steht, kann die SNB die kurzfristigen Kosten tatsächlich in Kauf nehmen und sie gegenüber der Politik verteidigen.

³⁹ Der Beitrag der SNB zur Finanzstabilität muss, soweit möglich, von der geldpolitischen Aufgabe getrennt werden. Während regelbasiertes Handeln auch zu bevorzugen ist, müssen Lösungen in Zusammenarbeit mit FINMA und Bund gefunden werden. Die Unabhängigkeit der SNB gilt nicht in Fragen, die mit Geldpolitik wenig zu tun haben, wie zum Beispiel in spezifischen Fragen des Anlageprozesses.

⁴⁰ Vgl. Jost, 2018.

⁴¹ Vgl. Jost, 2017 und Haldane & McMahon, 2018.

⁴² Vgl. Haldane, Macaulay & McMahon, 2020.

5. Schlussfolgerungen: Optionen für die Schweiz

Dieser Bericht wirft die Frage auf, wie die Schweiz mit dem glaubhaften Szenario umgehen soll, dass die Währungen der grossen Währungsräume aufgrund ihrer nicht nachhaltigen Fiskalpolitik markant abwerten werden. Welche Optionen hat die Schweiz angesichts den bisherigen Ausführungen?

Übernahme der Wechselkursrisiken durch die SNB: Übernimmt die SNB die Wechselkursrisiken komplett, importiert sie die Geld- und Fiskalpolitik der grossen Währungsräume in ihre Bilanz und gefährdet damit die Preisstabilität in der Schweiz massiv. Es ist langfristig nicht möglich, dies zu tun, ohne ins geldpolitische Fahrwasser anderer Länder zu geraten. Gewisse Risiken kann die SNB übernehmen, um mit realen Gütern (Aktien, Gold) die Rendite dafür über die lange Frist zu erarbeiten. Wie der Bericht gezeigt hat, wird dies angesichts des wahrscheinlichen Szenarios in den grossen Währungsräumen aber an Grenzen stossen. Bereits die aktuell bestehende Bilanz begrenzt den Spielraum für zukünftige Interventionen massiv, falls die Preisstabilität nicht gefährdet werden soll.

Beitritt zur Währungsunion: Keine Alternative wäre der Beitritt zur Eurozone. Devisenmarktinterventionen entfielen zwar bei dieser Lösung, und gleichzeitig könnte die Schweizer Wirtschaft von stabilen Wechselkursen im Handel mit dem grössten Exportraum profitieren. In einer Währungsunion fielen die Fiskalkosten für die Schweiz aber aufgrund der zu erwartenden Fiskaltransfers ebenfalls hoch aus. Dazu würde es der SNB jegliche Flexibilität nehmen, die Geldpolitik des Auslands und damit hohe Inflationsraten würden übernommen.

Maximaler Fokus auf Preisstabilität: Eine in diesem Bericht begründete, konsequent auf die langfristige Kaufkraft ausgerichtete Geldpolitik – also eine SNB-Bilanz, die im Schnitt nicht stärker ansteigt als das Eigenkapital – wiederum bleibt aber auch nicht ohne Folgen. Einige werden hier skizziert:

- **Schwankungen der Inflation:** Die Kaufkraft wäre besser gewährleistet, die Inflationsraten würden aber stärker schwanken. Allfällige Deflationsgefahren sind in Kauf zu nehmen. Claudio Borio von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigt, dass der Zusammenhang zwischen Deflation und Wachstum historisch gesehen sehr schwach ist, mit Ausnahme des Spezialfalls der Grossen

Depression.⁴³ Die SNB hat im Vergleich zu anderen Zentralbanken realistischerweise bereits heute eine grössere Flexibilität beim Inflationsziel. Vorschläge für eine genauere Steuerung der Inflation⁴⁴ waren auch schon vor der Rückkehr höherer Inflationsraten in Folge der Corona-Krise nicht überzeugend. Die SNB wählte vor gut 20 Jahren aus gutem Grund ein vergleichsweise flexibles Inflationsziel. Es gibt keine neuen Erkenntnisse, die eine Feinsteuerung der Inflation oder der Inflationserwartungen heute realistischer machen würde.

- **Fokus auf Fiskalpolitik:** In einem skizzierten Szenario der nicht nachhaltigen Fiskalpolitik der grossen Währungsräume muss die Schweizer Fiskalpolitik mehr Aufgaben übernehmen, wenn es der SNB wirklich nur um die Preisstabilität gehen soll. Aufgrund der zu erwartenden konjunkturellen Schwanken werden die automatischen Stabilisatoren – Arbeitslosenversicherung, Kurzarbeitsentschädigungen – stärker gebraucht werden. Es wird der Geldpolitik nur noch beschränkt möglich sein, gegen mögliche Hysterese-Effekte von Aufwertungen zu kämpfen, also Schäden, die langfristige Auswirkungen haben. Dies ist zum Beispiel der Fall, wenn eine Industrie aufgrund einer kurzfristigen starken Aufwertung zerstört und damit Wissen verloren geht. Falls solche Schäden erkannt werden und ihnen entgegengesteuert werden soll, müsste dies mit mehr fiskalpolitischen und weniger geldpolitischen Mitteln erfolgen.
- **Natural Hedging des Exportsektors:** Die Wirtschaft insgesamt und spezifisch der Exportsektor wird sich weiter – unter erheblichen Investitionskosten – unabhängiger von den Wechselkursentwicklungen machen müssen. Stark in die internationalen Wertschöpfungsketten integrierte Unternehmen können Aufwertungen auch dazu nützen, um günstiger einzukaufen. Ausländische Produktionsstätten ermöglichen eine Diversifikation. Wenig preissensitive Wertschöpfung wie in der Pharma- oder Techindustrie wird weiter an Bedeutung gewinnen.

Damit wird deutlich: Der sprichwörtliche «Fünfer und das Weggli» – stabile reale Wechselkurse und Erhalt der Kaufkraft – wird mittelfristig nicht mehr möglich sein. Angesichts der unverantwortlichen Fiskal- und Geldpolitik in den grossen Währungsräumen spitzt sich die Ausgangslage für den Franken zu. Alle Optionen sind mit Kosten verbunden und es ist eine Abwägung notwendig. Will die SNB die Franken-Erfolgsgeschichte fortführen und damit der Schweizer Bevölkerung eine hohe Kaufkraft ermöglichen, muss sie gemäss den hier dargelegten Überlegungen zukünftig ver-

⁴³ Borio, 2015.

⁴⁴ Gerlach, Lengwiler & Wyplosz, 2021.

mehrt auf Konjunkturmanagement mittels Wechselkurspolitik verzichten.

Die Schweizer Währungspolitik war historisch offensichtlich erfolgreich: Der Franken als starke Währung darf als eine der Grundlage für den hohen Wohlstand gelten. Die Bevölkerung hat verstanden, dass eine starke Währung kurzfristige Kosten mit sich bringen kann, langfristig aber viel Erfolg bringt. Der Aufschrei nach der Aufhebung des Mindestkurses im Jahr 2015 war unter Politikern und an den Finanzmärkten deutlich grösser als in der Bevölkerung. Die Unabhängigkeit einer auf die Preisstabilität und Kaufkraft fokussierten SNB wäre dank dieser Unterstützung der Bevölkerung tatsächlich möglich.

Literatur

Baltensperger, Ernst (2016). Der Schweizer Franken – Eine Erfolgsgeschichte. Die Währung der Schweiz im 19. und 20. Jahrhundert. Verlag Neue Zürcher Zeitung: Zürich.

Baltensperger, Ernst & Christoph A. Schaltegger (2023). 100 Jahre Hyperinflation: ein Vergleich Deutschland – Schweiz. Institut für Schweizer Wirtschaftspolitik (IWP).

Bank of England (2022). Bank of England announces gilt market operation. Medienmitteilung, 28. September 2022.

Barro, Robert & Robert J. Gordon (1983). Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, 12: 101-121.

BIS (2009). Issues in the Governance of Central Banks. Report from the Central Bank Governance Group, May 2009.

BIS (2012). Threat of fiscal dominance? *BIS Papers*, 65.

Boos, Dominik (2023a). SNB's Dependency on the Mercy of the Markets and the End of Seigniorage. SSRN Working Paper.

Boos, Dominik (2023b). Geht die Nationalbank zu hohe Risiken ein? *Die Volkswirtschaft*, 2. Oktober 2023.

Borio, Claudio (2015). The costs of deflation: a historical perspective. *BIS Quarterly Review*, März 2015.

Borio, Claudio, Marco Lombardi, James Yetman & Egon Zakrajsek (2023). The two-regime view of inflation. *BIS Papers*, 133.

Bruno, Michael & Jeffrey Sachs (1985). *The Economics of Worldwide Stagflation*. Harvard: Harvard University Press.

Calis, Lezan-Noe & Adriel Jost (2018). Geldpolitische Normalisierung mit einer Rekordbilanz. *W&P Critical Perspectives*, 65.

Cochrane, John (2023). *The Fiscal Theory of the Price Level*. Princeton University Press: Princeton.

Cukierman, Alex, Steven B. Webb & Bilin Neypati (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 6 (3): 353-398.

Doh, Taeyoung & Andrew T. Foerster (2022). Have Lags in Monetary Policy Transmission Shortened? *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Bulletin*, Dezember 2022.

Draghi, Mario (2012). Verbatim of the remarks made by Mario Draghi. Rede am 26. Juli 2012.

European Central Bank (2022). The Transmission Protection Instrument. Medienmitteilung, 21. Juli 2022.

Follmi, Reto (2023). Kann eine Notenbank mit negativem Eigenkapital leben? Gastkommentar in der *Neuen Zürcher Zeitung*, 22. November 2023.

Gerlach, Stefan, Yvan Lengwiler & Charles Wyplosz (2021). Too Much of a Good Thing: Lowflation in Switzerland. The SNB Observatory, Februar 2021.

Gerlach, Stefan, Yvan Lengwiler & Charles Wyplosz (2022). Governance. The SNB Observatory, April 2022.

Haldane, Andrew & Michael McMahon (2018). Central Bank Communications and the General Public. AEA Papers and Proceedings, 108: 578-583.

Haldane, Andrew, Alistair Macaulay & Michael McMahon (2020). The 3 E's of central bank communication with the public. Bank of England Staff Working Paper, 847.

IMF (2023). Climate Crossroads: Fiscal Policies in a Warming World. Fiscal Monitor, October 2023.

Issing, Otmar (2014). Forward Guidance: A New Challenge for Central Banks. SAFE White Paper Series, 16.

Jarck, Jana, Michele Salvi & Christoph A. Schaltegger (2022). Die Schuldenbremse: Erfahrungen und Herausforderungen aus einer Schweizer Perspektive. Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 23 (4).

Jordan, Thomas (2011). Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital? Referat am 28. September 2011.

Jordan, Thomas (2020). Was macht gutes Geld aus? Referat am 8. Oktober 2020.

Jordan, Thomas (2023). Unabhängigkeit für Forschung und Geldpolitik als zentrale Voraussetzung für eine erfolgreiche Schweiz. Referat am 18. November 2023.

Jost, Adriel (2017). Is Monetary Policy Too Complex for the Public? Evidence from the UK. SNB Working Paper, 2017-15.

Jost, Adriel (2018). Cultural Differences in Monetary Policy Preferences. SNB Working Paper, 2018-02.

Jost, Adriel (2021). Vorsichtige Ausschüttungspolitik gerechtfertigt. WPuls-Perspektive, September 2021.

Kose, M. Ayhan & Franziska Ohnsorge (2023). Falling Long-Term Growth Prospects – Trends, Expectations, and Policies. World Bank Group: Washington.

Kydland, Finn E. & Edward C. Prescott (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. Journal of Political Economy, 85 (3): 473-492.

Lybek, Tonny & Arne B. Petersen (2004). Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management. IMF Working Paper, 04/226.

Masciandaro, Donato, Jacopo Magurno & Romano Tarsia (2021). Central Bank Independence: Metrics and Empirics. Bocconi Working Paper Series, 151.

Pollock, Alexander (2023). Reforming the Federal Reserve. Aufsatz auf www.lawliberty.org (abgerufen am 23. November 2023).

Powell, Jerome (2023). Inflation: Progress and the Path Ahead. Referat am 25. August 2023.

Riksbank (2023). The framework for the Riksbank's equity in the new Sveriges Riksbank Act. Information auf www.riksbank.se (abgerufen am 23. November 2023).

Sargent, Thomas J. & Neil Wallace (1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, Fall 1981.

Vissing-Jorgensen, Annette (2021). The Treasury market in spring 2020 and the response of the Federal Reserve. BIS Working Papers, 966.

Impressum

Der IWP-Bericht zur Geldpolitik und Finanzstabilität wird einmal im Quartal veröffentlicht. Er greift ein relevantes und aktuelles Thema im Bereich Geldpolitik und Finanzstabilität auf und liefert aus einer unabhängigen Perspektive Hintergrundinformationen und Einschätzungen.

Adriel Jost ist seit 2023 Fellow am Institut für Schweizer Wirtschaftspolitik (IWP) an der Universität Luzern. Er promovierte an der Universität St. Gallen (HSG) in International Affairs and Political Economy bei Prof. Dr. Monika Bütler. Jost hat mehrere Jahre für die Schweizerische Nationalbank (SNB) gearbeitet, u.a. als Berater des Vizepräsidenten des Direktoriums.

E-Mail: adriel.jost@iwp.swiss

Institut für Schweizer Wirtschaftspolitik
Obergrundstrasse 9
6003 Luzern