

Die W&P-Perspektive

Gesucht: Eine Strategie für den Schweizer Franken

Vor zwanzig Jahren führte die Schweizerische Nationalbank (SNB) ein neues geldpolitisches Konzept ein. Mit ihrem vergleichsweise flexiblen Inflationsziel nahm sie dabei eine Vorreiterrolle ein. Glücklicherweise kann die SNB mit diesem Konzept aber nicht sein: Einerseits basiert sie ihre Entscheide und ihre Kommunikation auf einem Indikator, der sich als nicht zuverlässig herausgestellt hat: die bedingte Inflationsprognose. Andererseits improvisiert sie seit über zehn Jahren, da der Wechselkurs im geldpolitischen Konzept nur eine untergeordnete Rolle spielt. Die SNB wird es nicht vermeiden können, eine langfristige Strategie zu definieren, wie mit dem sich aufwertenden Franken umzugehen ist. // Adriel Jost & Klaus W. Wellershoff

Die US-Notenbank *Federal Reserve* und die Europäische Zentralbank überdenken aktuell ihre Mandate. Im Fokus steht dabei unter anderem das Inflationsziel. Dieses soll flexibler werden. Sie würden damit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) folgen. Diese bewies Weitsicht, als sie im Dezember 1999 das neue geldpolitische Konzept einführte. Sie verzichtete nämlich bewusst auf ein zu genaues Inflationsziel und setzte den Richtwert lediglich auf «einen jährlichen Anstieg [...] der Konsumentenpreise von unter 2%». Eine Feinsteuerung vorzunehmen hielt sie nicht für angemessen. Sie verwies einerseits auf Messfehler. Andererseits begründete sie dies damit, dass gewisse Schwankungen um den Inflationstrend, gerade in kleinen, offenen Volkswirtschaften, nicht ungewöhnlich sind und von ihr keine Reaktion verlangen.

Die Inflationsprognosen der SNB stellen sich als unzuverlässig heraus

Die Inflation bewegte sich in den zwanzig Jahren in der von der SNB angestrebten, bewusst vage gehaltenen Bandbreite. Trotzdem kann das Fazit nach diesen zwanzig Jahren nicht positiv ausfallen. Erstens hat sich in den letzten zwanzig Jahren gezeigt, dass das wichtigste Element für ihre Entscheide und die Kommunikation, die bedingte Inflationsprognose, für die Geldpolitik kaum einen Nutzen aufweist. Die Prognosen der SNB über einen Horizont

von drei Jahren sind angesichts ihrer mangelnden Treffgenauigkeit nicht glaubwürdig (siehe Abbildung 1). Verursacht wurden die Fehlprognosen dabei durch wirtschaftliche Schocks, die nicht vorhersehbar waren. Diese tauchten in den vergangenen zwanzig Jahren so häufig auf, dass die bedingten Inflationsprognosen schon fast zwingend nur zufällig eingetroffen sind.

Die Fehlprognosen haben ihren Ursprung nicht darin, dass es sich um eine *bedingte* Inflationsprognose mit der Annahme handelt, dass die SNB ihre Zinspolitik nicht ändern würde. Die Geldmarktzinsen verhielten sich in den vergangenen zehn Jahren mit Ausnahme der Einführung des Negativzins stabil.

Wie die Tabelle 1 zeigt, war die Abweichung der tatsächlichen Inflation von den Prognosen so beträchtlich, dass ganz andere Schlussfolgerungen gezogen worden wären, falls die tatsächliche zukünftige Inflation bekannt gewesen wäre. Es wäre sogar besser gewesen, nicht auf die ausgeklügelten statistischen Modelle zu vertrauen, sondern einfach den Durchschnitt der Inflation der vergangenen vier Quartale als Prognose zu benützen. Für die Periode zwischen eineinhalb und drei Jahren, welche für die Wirkung der Geldpolitik besonders relevant ist, hätten diese Prognosen einen kleineren Fehler ausgewiesen. Angesichts dieser Ungenauigkeiten in den Prognosen wird sich die SNB ernsthaft die Fra-

ge stellen müssen, ob sie weiterhin weitreichende Entscheide auf dieser Grundlage vornehmen will.

Die SNB setzt auf ein Instrument, das in ihrem Konzept kaum eine Rolle spielt

Im Rückblick wird zweitens auch klar, dass die SNB vom zentralen Instrument zur Umsetzung des geldpolitischen Konzepts, der Zinssteuerung, in mehr als der Hälfte der Jahre gar keinen Gebrauch gemacht hat. Stattdessen setzt sie ihren Fokus auf den Wechselkurs und damit seit mehr als zehn Jahren auf Deviseninterventionen, für die im geldpolitischen Konzept eigentlich gar keine relevante Rolle vorgesehen sind. Ironischerweise hat damit auch die Entwicklung der Geldmenge wieder an Bedeutung gewonnen, obwohl diese mit dem neuen geldpolitischen Konzept zu Beginn des Jahrtausends in die zweite Reihe der Instrumente der Geldpolitik versetzt werden sollte.

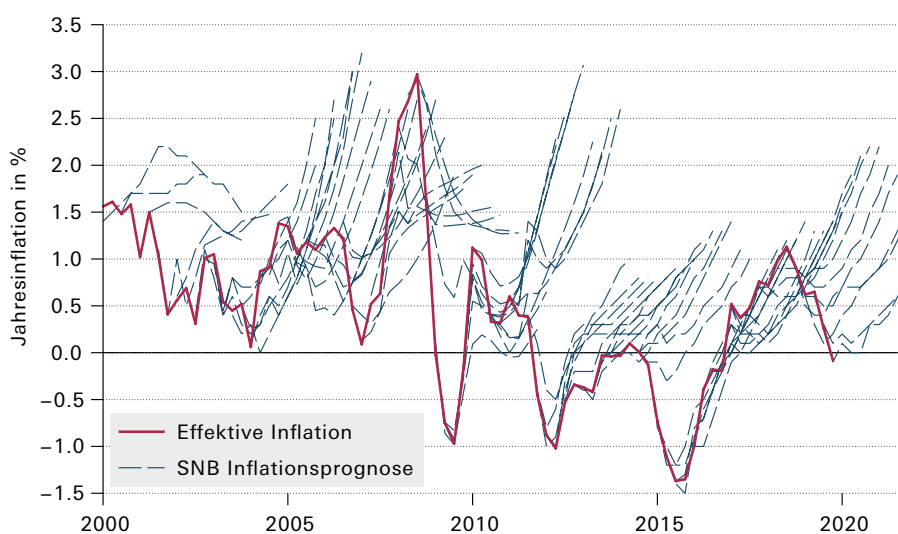
Natürlich muss die SNB auf Veränderungen im Wechselkurs reagieren. Eine schockartige Aufwertung hat Auswirkungen auf die Konjunktur und aufgrund der Bedeutung der Importe auch auf das Preisniveau und die Inflation. Dass es sich bei den getätigten Devisenmarktinterventionen aber nur um eine Reaktion auf eine «aussergewöhnliche Situation» handelt, wie es die SNB wiederholt kom-

muniziert hat, mutet nach mehr als zehn Jahren Praxis und einem Interventionsvolumen von mittlerweile mehr als 600 Mrd. CHF etwas seltsam an.

Es ist auch nicht absehbar, dass diese «aussergewöhnliche Situation» bald enden wird. Die Schweiz weist seit Jahren einen konstant hohen Leistungsüberschuss aus, da die Waren- und Dienstleistungsexporte die Importe übertreffen. Um den Wechselkurs trotz dieser Überschüsse konstant zu halten, müssten die Schweizer Unternehmen, private Haushalte und Investoren davon absehen, den Zuwachs an Forderungen gegenüber dem Ausland in Franken zu tauschen. Stattdessen müsste der Überschuss durch Investitionen im Ausland in derselben Höhe ausgeglichen werden. Die Investoren, insbesondere die inländischen, sind bei Investitionen in Fremdwährungen jedoch zurückhaltend geworden (Abbildung 2). Angesichts der aktuellen weltwirtschaftlichen und politischen Lage scheint es unwahrscheinlich, dass die Investoren ihre Abneigung gegen zusätzliche Auslandsinvestitionen bald aufgeben werden.

Damit bestehen nur zwei Optionen für die Schweizer Geldpolitik: Ein weiteres «Durchwursteln» wie in den vergangenen zehn Jahren oder eine Diskussion über eine langfristige Strategie, wie mit dem aufwertenden Franken umgegangen werden soll.

Abb. 1: Inflationsprognosen der SNB seit 2000



Seit zwanzig Jahren basiert die SNB ihre Entscheide und ihre Kommunikation auf ihre bedingte Inflationsprognose. Im Rückblick zeigt sich aber, dass diese Prognosen deutlich von den tatsächlichen Inflationsraten abweichen. Grund dafür sind wirtschaftliche Schocks, die unvorhersehbar sind. Es stellt sich also heraus, dass die Entscheide der SNB häufig auf falscher Grundlage getroffen wurden.

Quelle: SNB, Wellershoff & Partners

Für die Glaubwürdigkeit braucht es eine langfristige Strategie

Ein «Durchwursteln» ist dabei auch aus Sicht der SNB kaum zu bevorzugen. Es war die SNB selbst, die bei der Einführung des aktuellen geldpolitischen Konzepts die Wichtigkeit einer klaren Kommunikation betonte:

«Das neue Konzept der Nationalbank sollte weiterhin eine **auf klaren Regeln beruhende und transparente Geldpolitik** garantieren, damit die Öffentlichkeit das Verhalten der SNB richtig vorhersagen und langfristige Inflationserwartungen bilden konnte, die mit der von der Nationalbank beabsichtigten Politik kompatibel waren. Gleichzeitig sollte es aber auch eine pragmatische Geldpolitik ermöglichen und dem Direktorium genügend Spielraum belassen, um flexibel auf Schocks reagieren zu können.»¹ (Eigene Hervorhebung)

Das erhoffte Gleichgewicht zwischen klaren und transparenten Regeln und flexiblem Handeln war in den letzten fünf Jahren, nach Aufhebung des Min-

1 Thomas J. Jordan & Michel Peytrignet (2007). Der Weg zur Zinssteuerung und zur Inflationsprognose. In: Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007, NZZ Libro.

destkurses, nicht gegeben: Die Handlungen der SNB waren in dem Sinne «pragmatisch», als dass sie dem Direktorium genügend Spielraum gelassen haben, auf die Aufwertung des Frankens zu reagieren. Da dies aber nicht im geldpolitischen Konzept so vorgesehen war, waren sie für die Öffentlichkeit kaum «auf klaren Regeln beruhend und transparent».

Geldpolitik muss für die Wirtschaftsakteure nachvollziehbar sein, damit diese ihr Handeln dementsprechend anpassen können und die geldpolitischen Massnahmen ihre Wirkung entfalten können. Klare Begründungen sind auch wichtig, um als Institution auf Dauer glaubwürdig zu bleiben. Mit der Einführung des Negativzins und der Ausdehnung ihrer Bilanz, die bereits jetzt deutlich grösser ist als die gesamte Wirtschaftsleistung des Landes, hat die SNB einen extremen Weg eingeschlagen. Die daraus folgenden Risiken für die Preisstabilität wie auch die finanziellen Risiken sind enorm. Auch die Kosten des Negativzins sind offensichtlich. Kein Wunder, dass die Öffentlichkeit klare Begründungen dafür verlangt, wieso diese Massnahmen notwendig waren und weiterhin sind. Der öffentliche Druck wird sich weiter erhöhen. Ohne langfristige Strategie bleibt eine gute Begründung aber kaum möglich. Die SNB braucht darum eine langfristige Strategie für ihre Geldpolitik, die auch die Entwicklung des Aussenwertes des Frankens explizit berücksichtigt.

Tabelle 1: Prognosefehler der SNB-Inflationsprognose

Prognose	Durchschnittlicher Prognosefehler (in Prozentpunkten)		Maximaler Prognosefehler (in Prozentpunkten)	
	SNB	Gleichbleibende Inflation	SNB	Gleichbleibende Inflation
In 1 Jahr	0.53	0.83	1.92	1.66
In 2 Jahren	1.00	0.80	3.06	2.19
Am Ende des Prognosehorizonts	1.48	0.84	3.44	2.88

Die Tabelle zeigt die durchschnittliche absolute Abweichung der Inflationsprognosen der SNB seit 2009 gegenüber den tatsächlichen Inflationsraten in Prozentpunkten. Zum Vergleich ist der Prognosefehler notiert, der entstanden wäre, wenn die durchschnittliche Inflationsrate des Vorjahres verwendet worden wäre.

Quelle: SNB. Wellershoff & Partners

«SNB Listens»

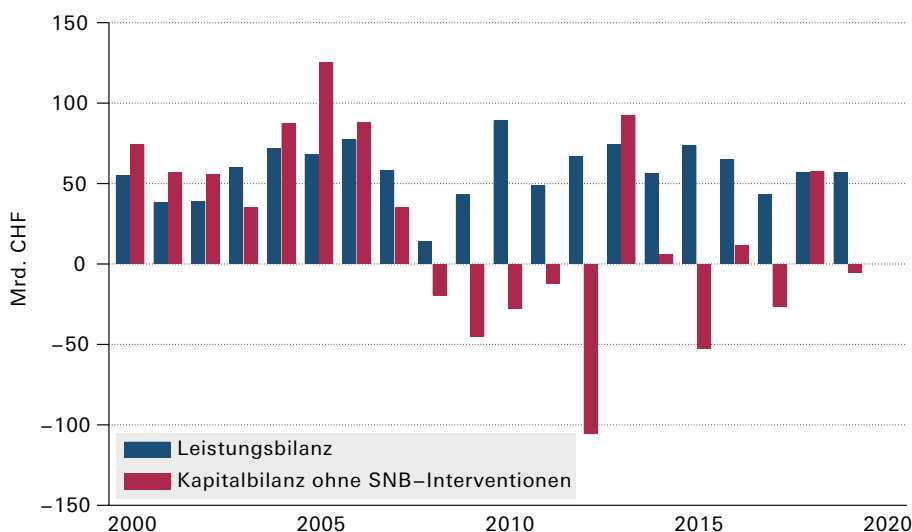
Eine Anpassung des geldpolitischen Konzepts ist also angebracht, will die SNB auf Dauer ihre Glaubwürdigkeit bewahren. Insbesondere muss geklärt werden, welche Rolle der Wechselkurs spielen soll und ob es die bedingte Inflationsprognose angesichts ihrer mangelhaften Verlässlichkeit überhaupt braucht. Ebenso bedarf die Abwägung der mit den Interventionen und dem Negativzins verbundenen Risiken einer breiten öffentliche Diskussion. Ist die Schweizer Bevölkerung bereit, diese Risiken einzugehen, um kurzfristig der Exportwirtschaft Luft zu verschaffen? Welche Rolle soll die SNB einnehmen? Die *Federal Reserve* hat in den vergangenen Monaten zahlreiche sogenannte «*Fed Listens*»-Anlässe durchgeführt. Damit wollte sie bei den verschiedensten Anspruchsgruppen den Puls fühlen, um herauszufinden, wo der Schuh drückt und welches Mandat sich daraus ableiten lässt. Eine ähnliche Diskussion auf breiter Basis würde sich auch hierzulande anbieten, so dass die SNB anschliessend daraus eine klare Strategie ableiten kann, wie mit dem aufwertenden Franken in den nächsten Jahren und Jahrzehnten umgegangen werden soll. Insbesondere müsste dabei klarer definiert werden, was der Nutzen von Deviseninterventionen sind.

Schlussfolgerungen

Vor fünf Jahren gab die SNB den Mindestkurs gegenüber dem Euro auf und führte den Negativzins ein. Vor etwa zehn Jahren begann sie, verstärkt am Devisenmarkt zu intervenieren. Unsere Erläuterungen zeigen aber, dass ein anderes «Jubiläum» wichtiger erscheint: Vor zwanzig Jahren führte die SNB ein neues geldpolitisches Konzept ein.

Im Rückblick zeigt sich, dass das geldpolitische Konzept der SNB in der Praxis erhebliche Mängel aufweist: Erstens stellt sich die wichtigste Grundlage für die Entscheidung und die Kommunikation, die bedingte Inflationsprognose, als äusserst unzuverlässig heraus. Zweitens hat die SNB ihre Geldpolitik in mehr als der Hälfte der Jahre auf den Wechselkurs und damit auf Devisenmarktinterventionen ausgerichtet, obwohl diese im Konzept nur eine untergeordnete Rolle spielen. Ein sich aufwertender Franken scheint dabei nicht nur ein vorübergehendes Phänomen zu sein. Es besteht das Risiko, dass die Geldpolitik der SNB zu einer Aneinanderreihung «pragmatischer» Kurzfristlösungen wird und dass dabei die strategische Grundausrichtung verloren geht, die für eine nachhaltig auf Stabilität ausgerichtete Geldpolitik notwendig ist.

Abb. 2: Leistungsbilanzüberschuss und private Kapitalströme



In den Aussenwirtschaftszahlen zeigt sich in der Finanzkrise 2008/2009 ein Bruch. Vorher wurden die Schweizer Leistungsbilanzüberschüsse dadurch ausgeglichen, dass Investoren vermehrt Geld im Ausland investiert haben. Seither ist dies nicht mehr der Fall. Um den Wechselkurs konstant zu halten, muss darum die SNB am Devisenmarkt intervenieren.

Quelle: SNB, Wellershoff & Partners (Zahlen für 2019 bis 3. Quartal).

Rechtliche Hinweise

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

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Autoren // Adriel Jost, adriel.jost@wellershoff.ch

Klaus W. Wellershoff, klaus.wellershoff@wellershoff.ch

Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich

Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P-Perspektive erscheint in deutscher und englischer Sprache.

Redaktionsschluss: 08. Januar 2020