

Geldpolitik Fünf vor oder nach zwölf?

Was macht eine Währung schwach? Inflation! Seit dem 16. Jahrhundert kennen wir diesen Zusammenhang. Wir verstehen, warum höhere Preise über den internationalen Wettbewerb dazu führen, dass sich eine Währung abwertet. Ohne diesen Ausgleich wäre das betroffene Land nicht mehr in der Lage, die teurer gewordenen Güter abzusetzen. Dieser Zusammenhang reflektiert nicht nur eine der ältesten ökonomischen Theorien. Er hat sich auch empirisch immer wieder bewährt.

Wir in der Schweiz kennen das. Wir haben seit langem die tieferen Inflationsraten als unsere Handelspartner und der Franken wertet sich permanent auf. Für die Jüngeren: 1970 notierte das Pfund bei 10.35 und der Dollar bei 4.30 Franken, heute bei 1.23 und 0.99 Franken.

Kann man eine Währung schwächer machen, als sie aus diesen ökonomischen Gründen sein sollte? In Systemen staatlich festgelegter Wechselkurse ist das zumindest temporär möglich. Dann muss der Staat allerdings massiv in die Wirtschaft eingreifen und Kapitaltransfers ins Ausland bewilligungspflichtig machen. Nachhaltig sind diese fixen Wechselkurssysteme aber praktisch nie. Die Zusammenhänge von Inflation und Handel lassen sich nicht einfach ausser Kraft setzen.

Es reicht nicht, dass die Zinsdifferenz die unterschiedlichen Inflationsraten abbildet

Wir in der Schweiz kennen das. Im Jahr 1973 musste das Land das Nachkriegswährungssystem fixer Wechselkurse nach massiven Kapitalzuflüssen verlassen.

Wenn denn der Kapitalverkehr so wichtig ist, kann man dann nicht einfach tiefere Zinsen als im Ausland fixieren, um so die eigene Währung unattraktiv zu machen? Solange diese Zinsdifferenz nur die Differenz in den Inflationsraten reflektiert, wird das nicht reichen. Da die Währung mit der höheren Inflation sich ja genau



Klaus Wellershoff
Ökonom, Wellershoff & Partners

«Eine Ausweitung der Negativzinsen führt zur Implosion des Bankensystems oder muss von dirigistischen Zwangsmassnahmen begleitet werden.»

um die Inflationsdifferenz abwertet, geht der vermeintliche Zinsvorteil quasi automatisch wieder verloren.

Sollte man dann nicht einfach eine Zinsdifferenz setzen, die grösser ist als der Unterschied zwischen den Inflationsraten? Das Problem damit: Immobilienpreise steigen, Pensionskassen werden weniger rentabel und der Aufbau von Vermögen durch Sparer wird behindert. Es gibt auch keine Evidenz dafür, dass eine solche Zinspolitik den Wechselkurs dauerhaft schwächen könnte.

Wir in der Schweiz kennen das. Seit Jahren erzählt uns die SNB, dass es auf die Zinsdifferenz ankommt, wenn man die Währung schwächen will. Einen Beweis, dass dem wirklich so ist, ist sie allerdings schuldig geblieben. Im Gegenteil: Trotz ihrer extremen Negativzinspolitik und einer historisch einmaligen Ausweitung der Basisgeldmenge bleibt der Franken stark.

Erster Schritt zurück: Endlich hat die Nationalbank verstanden!

Warum das so ist? Weil niemand annehmen möchte, dass die SNB darauf aus ist, wirklich Inflation zu erzeugen. Preisstabilität und Abwertung der eigenen Währung sind in einer Welt, in der die anderen Zentralbanken höhere Inflationsraten haben und diese auch als Politikziel anvisieren zwei nicht gleichzeitig erreichbare Ziele.

Die Nebenwirkungen einer solchen Politik sind dagegen naturgemäss schwerwiegend. Anlässlich ihrer jüngsten Lagebeurteilung hat die SNB einen ersten Minischritt zurück gemacht. Die Tatsache, dass die Bemessungsgrenze für die Berechnung der Negativzinsen angehoben worden ist, zeigt, dass die SNB endlich verstanden hat, dass eine Ausweitung der Negativzinsen entweder von dirigistischen Zwangsmassnahmen begleitet werden muss oder zur Implosion des Bankensystems führt. Hoffen wir, dass es nicht zu spät ist für eine Rückkehr zu einer prudenten, der Preisstabilität verpflichteten Politik.