

Geldpolitik verträgt keine Schnellschüsse

Von Reto Föllmi & Fabian Schnell¹

Seit über zehn Jahren befinden sich die Schweizer und die Europäische Geldpolitik im Krisenmodus. Neben der grossen Bilanz der Nationalbank verdeutlicht dies hierzulande die seit vier Jahren geltenden Negativzinsen. Letztere stehen in jüngster Zeit in der Kritik. Dies schon deshalb, weil Negativzinsen das im Bewusstsein der Gesellschaft verankerte Prinzip, wonach der Sparer «belohnt» werden muss, unterminieren. Viele Stimmen forderten deshalb in den vergangenen Wochen eine geldpolitische Umkehr.

Die Funktionsweise moderner Zentralbankpolitik und ihre Kommunikation bringen es aber mit sich, dass ein solcher Politikwechsel mit einem hohen Glaubwürdigkeitsverlust verbunden wäre. Sowohl die SNB als auch die EZB verfügen über ein Mandat zur Sicherstellung der Preisstabilität. Sekundär sollen sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen. Die EZB versucht dabei eine Punktlandung mit einem Ziel «nahe aber unter 2%», die SNB gibt sich mehr Spielraum und peilt ein Zielband von 0-2% Inflation an. Die Ausrichtung der Geldpolitik ist an die mittelfristige Erfüllung dieser Inflationsziele gebunden. Ob dies aktuell der Fall ist, zeigt regelmässig die Inflationsprognose der jeweiligen Notenbank.

Hier liegt aber das Problem: Die eigenen Prognosen von EZB und SNB zeigen keine Notwendigkeit für einen geldpolitischen Kurswechsel. Die Ausrichtung der Geldpolitik an Inflationsziel und -prognose macht die Zentralbanken berechenbar. Auch ist prinzipiell bekannt, welche ökonomischen Modelle der Inflationsprognose zugrunde liegen.

Diese Berechenbarkeit macht es für die SNB oder EZB schwierig, einen Politikwechsel durchzuführen, weil er eben der eigenen Inflationsprognose widerspräche. Das Vertrauen in die entsprechende Zentralbank würde für längere Zeit leiden, was zu Volatilität sowohl an den Finanzmärkten als auch in der Realwirtschaft führte. Nationalbanken sollten aber selbst nicht Quelle der Unsicherheit sein, sondern zur makroökonomischen Stabilität beitragen.

Allerdings liegen die Gefahren der aktuellen Politik auf der Hand. Negativzinsen und «Quantitative Easing» (QE) verzerren bewusst Marktpreise. So haben sie die Risikoprämien sinken lassen, was eine Gefahr für zukünftige, gefährliche Wertkorrekturen auf den Wertschriftenmärkten darstellt. Auch haben sie dazu geführt, dass die Zentralbanken viel stärker unter politischem Druck stehen als noch ein paar Jahre zuvor. Ein Überdenken der bisherigen Geldpolitik tut daher not.

Erstens stellt sich die Frage, ob die für die Inflationsprognose verwendeten Modelle korrekt mit der aktuell aussergewöhnlichen Phase «umgehen» können. So ist es nicht klar, ob tiefere Negativzinsen (bzw. das Quantitative Easing) überhaupt eine deflatorische Wirkung haben. In den von Zentralbanken verwendeten ökonomischen Modellen ändert sich der prinzipielle Wirkmechanismus der Zinspolitik im negativen Bereich in der Regel nicht, obwohl eine Zinserhöhung in Richtung Null kaum zu einer Erhöhung der Kreditzinsen der Banken führen würde. Diese Nicht-Reaktion der Kreditzinsen hat man nämlich beobachtet, als die Negativzinsen eingeführt wurden. Neuere makroökonomische Ansätze betonen überdies, dass Zinserhöhungen nach so ausgedehnten Tiefzinsphasen sogar einen positiven Einfluss auf die Inflation und die Produktivität besitzen. Für die

¹ **Reto Föllmi** ist Professor am Schweizerischen Institut für Aussenwirtschaft und Angewandte Wirtschaftsforschung der Universität St. Gallen. **Fabian Schnell** ist Senior Fellow und Forschungsleiter «Smart Government» bei Avenir Suisse.

Schweiz könnte aber ein Zinsanstieg den Franken so stark aufwerten lassen, dass doch eine negative Preisentwicklung folgte.

Gerade vor diesem Hintergrund müsste zweitens überlegt werden, ob die aktuelle Art der Kommunikation die beste ist. Auch wenn die SNB ein Zielband der Inflation anpeilt, teilt sie eine Punktprognose der Inflation mit. Dies bringt Berechenbarkeit, lässt aber weniger Flexibilität. Denkbare Alternativen wären beispielsweise die Kommunikation von Vertrauensintervallen oder von erwarteten Entwicklungen des Leitzinses. Der «Pfad» der Geldpolitik wäre damit zwar offener und für die Marktteilnehmer unsicherer, gäbe der Zentralbank aber mehr Spielraum. Im besten Fall könnte eine entsprechende Anpassung der Marktkommunikation dafür die «Forward Guidance» – also die Kommunikation zukünftiger geldpolitischer Absichten – vereinfachen.

Die skizzierten Anpassungen kämen gewissermassen einer Änderung der aktuellen geldpolitischen Strategie gleich. Eine solche kann nicht über Nacht passieren, müsste sie doch selbstredend auch in Zeiten einer geldpolitischen Normalisierung Bestand haben und den Marktteilnehmern gut begründet kommuniziert werden. In Anbetracht der gegenwärtigen Situation wären entsprechende Überlegungen im Gegensatz zu geldpolitischen Schnellschüssen aber durchaus angebracht.