

## Fokus Inflation, Episode V: Die unabhängige SNB schlägt zurück

Die Schweiz kannte letztmals Anfang der 1990er-Jahre relativ hohe Inflationsraten. Die Bekämpfung gelang, weil die Schweizerische Nationalbank in hohem Masse unabhängig von der Tagespolitik agieren konnte. Eine von der Politik abhängige Notenbank läuft nämlich Gefahr, viel zu lange mit dem «Zurückschlagen» zu warten. Wie könnte die SNB heute auf eine stark steigende Inflationsrate reagieren?

Auf LinkedIn habe ich mit einem Augenzwinkern auf den Blog «Fokus Inflation IV: Nicht neutral, sondern ganz schön fies» mit der folgenden Einleitung hingewiesen: «Fast so spannend wie Star Wars Episode IV...: ein neuer Blog zu den Verteilungswirkungen von Inflation in einer Volkswirtschaft». In einem Kommentar wurde vorgeschlagen, die nächste Episode V doch der Frage zu widmen, wie man Inflation bekämpfen könne. In Anlehnung an den Titel der Star Wars Episode V, das Imperium schlägt zurück, könne der Titel doch heissen: «Episode V – Die unabhängige SNB schlägt zurück». Die Idee ist super und daher komme ich dieser gerne nach.

Schweifen wir kurz in die 1980er-Jahre zurück. Die Schweizer Wirtschaft brummte, der Immobilienmarkt überhitzte, die Arbeitslosigkeit war sehr tief. Die SNB verfolgte damals ein Geldmengenziel, ein geldpolitisches Konzept, das von den sogenannten Monetaristen geprägt wurde.<sup>1</sup>

1987 sollten drei Ereignisse dazu führen, dass die Inflationsrate in der Schweiz in den Folgejahren stark anstieg. Erstens brachen im Oktober 1987 weltweit die Börsen ein und die Zentralbanken pumpeten Liquidität in die Märkte, um diese zu beruhigen. Auch die SNB beteiligte sich daran (aus heutiger Sicht wurde allerdings mit vergleichsweise homöopathischen Dosen gepumpt). Zweitens führte die SNB in diesem Jahr ein neues Clearing-System ein, welches den Bedarf der Geschäftsbanken an Zentralbankgeld reduzierte. Die Banken zogen das Geld ab und konnten dadurch die Kreditvergabe erhöhen. Und das taten sie auch. Drittens führte die SNB neue Liquiditätsvorschriften für Banken ein, die ebenfalls expansiv wirkten. Die Führung der Nationalbank unterschätzte wohl die expansive Wirkung dieser drei Ereignisse.

Da die Wirtschaft bereits stark ausgelastet war, stieg in der Folge die Inflation für Schweizer Verhältnisse sehr stark auf über sechs Prozent an. Die Spitze der Notenbank bekam es mit der Angst zu tun und reagierte mit kräftigen Zinserhöhungen, um die Preisentwicklung zu brechen. Das Resultat war eine

Rezession. Die Inflation sank zwar, aber auf Kosten von steigender Arbeitslosigkeit. Viele Firmen mussten Konkurs anmelden. Hauskäufer konnten ihre Schulden nicht mehr tragen. Die Banken mussten grosse Verluste aus dem Kreditgeschäft schultern. Rund die Hälfte der Regionalbanken, zwei Kantonalbanken und die Schweizerische Volksbank verloren innerhalb weniger Jahre ihre Selbstständigkeit. Seither wurden einige Regelungen eingeführt, die eine solche negative Kettenreaktion heute weniger wahrscheinlich machen: höhere Eigenkapitalanforderungen für Kredite, antizyklischer Kapitalpuffer oder höhere Eigenkapitaldecke der Banken.

Stellen wir uns nun aber vor, die Inflationsrate würde in der Schweiz im nächsten Jahr auf über sechs Prozent ansteigen und die Schweizer Politik könnte bestimmen, wie es weitergehen soll. Würden der Bundesrat oder das Parlament es zulassen, dass die Dreimonatszinsen ähnlich wie in den 1990er-Jahren auf über neun Prozent ansteigen? Viele Hauseigentümer mit Hypothekarschulden würden fordern, die Zinsen ja nicht zu schnell zu erhöhen. Handwerkerfirmen würden auf das Abwürgen der Bautätigkeit hinweisen. Die Gewerkschaften würden natürlich ungeachtet eine grosszügige Teuerungsanpassung fordern und die Inflationsphase dadurch verlängern. Die Linke würde staatliche Impulsprogramme lancieren wollen, die bei tieferen Zinsen einfacher zu finanzieren sind. Die Rechte könnte in den Chor einstimmen, so dass Links und Rechts gemeinsam fordern, dass die höheren Zinseinnahmen der Notenbank wieder an die Bevölkerung verteilt werden müssen, vorzugsweise in die AHV. Und, und, und. Kurzum: In einem heillosen Durcheinander wäre die Geldpolitik nicht handlungsfähig und würde nicht oder zu spät auf die anziehende Inflation reagieren.

Doch die SNB ist zum Glück (noch und hoffentlich noch lange) in hohem Masse von der Politik unabhängig. Sie kann «zurückschlagen»: Sollte die Inflation wirklich stärker ansteigen, kann sie folgendermassen vorgehen:

1. Verkauf von ausländischen Wertpapieren

Der Verkauf von ausländischen Staatsanleihen und Aktien, die die Notenbank in den vergangenen Jahren zwecks Abschwächung des Frankens angehäuft hat, würde dazu führen, dass sie erstens Franken vom Markt nimmt. Ein wesentlicher Begleiteffekt für die Inflation wäre eine kontrollierte Aufwertung des Frankens, welcher die importierte Inflation drosselt und den allgemeinen Preisauftrieb dämpft.

2. Zinserhöhungen

Sobald die Europäische Zentralbank (EZB) ihrerseits etwas restriktiver wird, droht von Zinserhöhungen in der Schweiz nicht mehr eine schockartige Aufwertung des Frankens auszugehen. Die SNB wird also – zwar etwas verzögert – Zinserhöhungen in der Schweiz durchsetzen können. Diese dämpfen die Inflationsrate.

3. Wiedereinführung der SNB-Bills

Sollte die EZB zu lange mit Zinserhöhungen warten, kann die SNB das Instrument der SNB-Bills wieder einsetzen. Diese funktionieren so: Die SNB verkauft verzinsten Wertpapiere, die sie selber herausgibt. Die Käufer dieser SNB-Bills zahlen in Schweizer Franken. Dadurch sinkt die **Geldmenge**.

Dabei ist klar: Kaum jemandem wird eine solche restriktive Politik wirklich gefallen, obwohl eine Rückkehr zur Preisstabilität notwendig und **im langfristigen Interesse aller** ist. Die Exportwirtschaft würde unter dem stärkeren Franken leiden, Hausbesitzer kämen in finanzielle Schwierigkeiten, die Staatseinnahmen sänken, die Mieten stiegen und die Arbeitslosigkeit nähme zu. Und weil alle diese Folgen so unpopulär sind, muss die SNB in einem hohen Masse unabhängig von der Politik agieren können. Nur eine unabhängige Notenbank schlägt rechtzeitig zurück – im Unterschied zur Star-Wars-Sage aber im Sinne des Guten.

<sup>1</sup> Nachdem die Inflationsraten in den 1960er- und 1970er-Jahren in vielen Ländern hoch waren, setzte eine intensive Debatte darüber ein, wie man denn Inflation am besten langfristig kontrollieren könne. Milton Friedman, Nobelpreisträger, formulierte es so: «Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen.» Zwar können Knappheiten zu vorübergehenden Preissteigerungen führen, eine anhaltende Inflation aber sei ausschliesslich auf den einfachen Grund zurückzuführen: Die Geldpolitik hat zu viel Geld ins System gepumpt. Anna Schwartz, eine hervorragende Wissenschaftlerin, und Friedman zeigen in ihrem berühmten Buch «A Monetary History of the United States, 1867-1960» auf, dass die Geldmenge einen grossen Einfluss auf die Wirtschaft ausübt. Die Antwort dieser sogenannten Monetaristen, wo auch der Schweizer Karl Brunner eine prägende Rolle spielte, war, dass die Notenbanken eine regelgebundene Geldpolitik verfolgen sollten. Sie schlugen vor, dass sich die Geldmenge im Gleichschritt mit dem langfristigen Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft erhöhen solle. Doch der Zusammenhang zwischen der Geldmenge und der Preisentwicklung erwies sich als zu wenig stabil. Die regelgebundene Politik wurde abgelöst durch das Setzen von Inflationszielen. Was blieb war die Einsicht, dass die Unabhängigkeit der Notenbank von der Politik zentral ist. Die empirische Forschung zeigte denn auch, dass unabhängige Notenbanken in aller Regel tiefere Inflationsraten vorweisen können als solche, die im Schlepptau der Politik agieren müssen.

---

## FOKUS INFLATION

Folge I: **Achtung Geldillusion – Der Franken ist nicht mehr so stark wie 2015**

Folge II: **Vier Gründe für die rekordhohe Inflationsrate in den USA**

Folge III: **«This time is different» – wirklich?**

Folge IV: **Nicht neutral, sondern ganz schön fies**

Folge V: **Die unabhängige SNB schlägt zurück**

Folge VI: **Wieso schlägt der Ölpreisanstieg nicht stärker auf die Schweiz durch?**

Folge VII: **Der Ukraine-Krieg heizt die Inflation an**

Folge VIII: **Der perfekte Sturm – so entsteht eine Hyperinflation**

Folge IX: **Die Geldpolitik der USA und der EZB – ein Spiel mit dem Feuer**

Folge X: **Ist die Türkei auf dem Weg zur Hyperinflation?**

Fokus XI: Eine Zentralbank muss die Märkte überraschen dürfen

Fokus XII: «Forward Guidance» – eine Medizin mit Nebenwirkungen

Fokus XIII: Staatspreise machen alles nur schlimmer

Folge XIV: Reichen die Zinserhöhungen zur Zählung der Teuerung?

Folge XV: Ist in den USA ein «Soft Landing» möglich?

Folge XVI: Mietzinsregelung erschwert der SNB die Arbeit