

Die geldpolitische Strategie der Schweizerischen Nationalbank in der Krise

Journal Article**Author(s):**

Müller, Christian

Publication date:

2022-12

Permanent link:

<https://doi.org/10.3929/ethz-b-000587529>

Rights / license:

In Copyright - Non-Commercial Use Permitted

Originally published in:

KOF Analysen 2022(4)

KOF Analysen

Spezialanalysen:

Christian Müller

Die geldpolitische Strategie der Schweizerischen
Nationalbank in der Krise

2022, Nr. 4, Winter – SA2

IMPRESSUM

Herausgeberin

KOF Konjunkturforschungsstelle, ETH Zürich

Postadresse LEE G 116, Leonhardstrasse 21, 8092 Zürich

Telefon +41 44 632 42 39

E-Mail kof@kof.ethz.ch

Website www.kof.ethz.ch

Chefredaktion KOF Analysen

Michael Graff

Spezialanalyse

Autor

Christian Müller

Die geldpolitische Strategie der Schweizerischen Nationalbank in der Krise

Lektorat und Schlussredaktion

Günther Greulich

Layout

Vera Degonda, Nicole Koch

ISSN 1662-3517

Copyright © ETH Zürich, KOF Konjunkturforschungsstelle, 2022

Weiterveröffentlichung (auch auszugsweise) ist nur mit Bewilligung des Herausgebers und unter Quellenangabe gestattet.

DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER SCHWEIZERISCHEN NATIONALBANK IN DER KRISE



Christian Müller ist Privatdozent an der Jacobs University Bremen (chri.mueller@jacobs-university.de). Er hat in Deutschland, Grossbritannien und Schweden Volkswirtschaftslehre und Ökonometrie studiert, an der Humboldt-Universität zu Berlin promoviert und habilitierte sich an der Jacobs University Bremen.

Zusammenfassung: Dieser Beitrag untersucht, ob und wie die kommunizierte geldpolitische Strategie der Schweizerischen Nationalbank tatsächlich in die Praxis umgesetzt wird. Der empirische Befund lautet, dass die wesentlichen geldpolitischen Instrumente faktisch nicht verwendet werden und das geldpolitische Konzept nicht nachvollziehbar ist. Die Wahrung der Preisstabilität hat derzeit folglich weder eine feste konzeptionelle noch institutionelle Heimat, sondern ist noch weitgehend ungeklärten Mechanismen oder gar dem Zufall unterworfen. Die geldpolitische Strategie der SNB steckt folglich in einer Krise und muss dringend fundamental aktualisiert werden.

Abstract: This article examines whether and how the communicated monetary policy strategy of the Swiss National Bank is actually put into practice. The empirical finding is that the main monetary policy instruments are not actually used, and the monetary policy concept is not comprehensible. Therefore, the goal of price stability currently has neither a firm conceptual nor institutional home, but is still largely subject to unexplained mechanisms or even to chance. Consequently, the SNB's monetary policy strategy is in crisis and urgently needs to be fundamentally updated.

JEL Classification: E58, E31, E44

Keywords: Geldpolitische Strategie, Schweizerische Nationalbank, Inflation

Hinweis auf zugrunde liegende Veröffentlichung: Der vorliegende Artikel ist eine erweiterte Fassung von «Paradigmenwechsel überfällig: Die geldpolitische Krisenstrategie der Schweizerischen Nationalbank», Berliner Debatte Initial, 2022(2), 66–78.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) läutete das dritte Jahrtausend mit einer neuen Zeitrechnung ein. Zu Ende ging die Phase der Geldmengensteuerung, die durch eine immer unzuverlässigere Beziehung zwischen der Zentralbankgeldmenge einerseits und der Konjunktur- sowie Preisentwicklung andererseits ihre Attraktivität verloren hatte. Die neue Strategie der SNB wurde auf drei Säulen gestellt: das geldpolitische Konzept, das geldpolitische Instrumentarium sowie die SNB-Kommunikation. Einzig der eigentliche Auftrag, das «Mandat», der SNB überlebte den Neuanfang.

Dieses Mandat schreibt fest, dass die SNB die Preisstabilität unter Berücksichtigung der konjunkturellen Lage zu wahren hat. Der Blick zurück zeigt nun, dass die Preisstabilität in den vergangenen 22 Jahren tatsächlich erreicht wurde, ohne dass die Wirtschaftsentwicklung unter der SNB-Politik sichtbar beeinträchtigt wurde. Zugleich lässt sich jedoch feststellen, dass von der neuen Strategie bereits nach acht Jahren nichts übriggeblieben war, denn weder das geldpolitische Konzept noch das Instrumentarium oder die Kommunikation überlebten die Finanzmarktkrise von 2008. Wenn aber das Mandat der SNB erfüllt wurde, ohne dass die Strategie, mit der die SNB ihr Mandat erfüllen wollte, gegriffen hätte, welche Rolle spielten dann Konzept, Instrumentarium, Kommunikation für die Preisentwicklung überhaupt?

In diesem Beitrag wird die geldpolitische Strategie der SNB beschrieben und ihre Umsetzung empirisch analysiert. Es wird gezeigt, dass die Finanzmarktkrise die Schwächen der Strategie offengelegt hat und die SNB faktisch jenseits ihres offiziellen geldpolitischen Konzepts operiert. Deshalb sollte ihre Rolle für die Preisstabilität grundsätzlich neu bewertet werden. Angesichts der anhaltenden «Ausnahmesituation», wie sie etwa durch die inzwischen gigantische Bilanz der SNB besteht, scheint es an der Zeit, die überholte geldpolitische Strategie zu ersetzen. Das wird nicht gelingen, ohne auch überkommene geldtheoretische Glaubenssätze zu verabschieden.

Die geldpolitische Strategie der SNB

Seit dem Jahr 2000 verfolgt die Schweizerische Nationalbank eine neue geldpolitische Strategie, die den vorherigen, geldmengenbasierten Politikansatz ablösen sollte. Die SNB publizierte und begründete diese neue Strategie in ihrem Geschäftsbericht 2000 (SNB 2001). Weitere Erläuterungen sowie Hintergründe lieferte das Mitglied des Präsidiums, Thomas Jordan, sieben Jahre später in mehreren Veröffentlichungen (Jordan und Peytrignet 2007; Jordan 2007). Demzufolge ruht die neue Strategie auf drei Säulen, dem geldpolitischen Konzept, dem geldpolitischen Instrumentarium, mit dem die Geldpolitik umgesetzt werden soll, sowie der SNB-Kommunikation.

Die erste Säule: Das geldpolitische Konzept

Die zweite Hälfte der 1990er Jahre zeigte gemäss Nationalbank eine «Störung der Nachfrage nach Notenbankgeld», für die keine Aussicht auf Besserung bestünde (Jordan und Peytrignet 2007: 274). Zudem wären die Geldmengenaggregate M1, M2 und M3¹ nicht präzise steuerbar und reagierten zu stark auf Zinsänderungen. Unter diesen Voraussetzungen sei es nicht möglich, dass «Öffentlichkeit und Zentralbank den Zusammenhang zwischen dem Geldmengenwachstum und der künftigen Inflation auch in der kurzen und mittleren Frist ausreichend erkennen können» (ebd.). Als Konsequenz würde daraus folgen, dass einerseits die Zentralbank falsche Signale über die künftige Inflationsentwicklung erhalten könne und andererseits das Publikum Gefahr laufe, die Zinsentscheidungen der Zentralbank falsch auszulegen, was Zweifel am Willen zur Inflationskontrolle der SNB wecken könnte.

Damit war aus Sicht der Notenbank eine Fortsetzung der Geldmengensteuerung nicht mehr sinnvoll. Allerdings zeigt diese Argumentation auch, dass die theoretischen Grundlagen der Geldmengensteuerung weiterhin als relevant und richtig angesehen wurden, denn die Absage an die Geldmengensteuerung wurde letztlich lediglich technisch begründet, während die Grundannahmen über die eigentliche Ursache von Inflation nicht in Frage gestellt wurden. Diese Ursache sieht die SNB weiterhin in den sogenannten «monetären Impulsen» (ebd.: 276), d.h. den Änderungen der Geldmenge, die lediglich in der kurzen Frist eine irreführend geringe Korrelation mit der Inflation aufweisen würde (ebd.: 275), langfristig aber die Inflationsrate determiniert (ebd.: 281).²

Das neue geldpolitische Konzept sollte neueste Forschungsergebnisse widerspiegeln, aber zugleich die Erfahrungen der Vergangenheit berücksichtigen und auf der guten Reputation der SNB aufbauen. Dieser Spagat sollte durch drei «Eckwerte» erreicht werden: (1) Beibehaltung der Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik, (2) Fokussierung auf erwartete Entwicklungen von Konjunktur und Inflation sowie kontinuierliche Analyse der sogenannten «Transmissionsmechanismen» der Geldpolitik und (3) verbesserte Kommunikation der geldpolitischen Entscheide. Diesen drei Eckwerten folgend beschloss das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank im Jahre 1999 schliesslich das neue

¹ Die Schweizerische Nationalbank unterscheidet die Geldmengen Notenbankgeldmenge (Notenumlauf und Guthaben der Geschäftsbanken bei der Nationalbank, M1 (Notenbankgeldmenge plus Bargeldumlauf, Sichteinlagen, Einlagen auf Transaktionskonti), M2 (M1 plus Spareinlagen) sowie M3 (M2 und Termineinlagen), siehe https://www.snb.ch/de/mmr/reference/gemenge_definition/source/gemenge_definition.de.pdf.

² Siehe auch: SNB (2001), S. 34: «Längerfristig hängt die Preisentwicklung entscheidend vom Verlauf der Geldaggregate ab.»

geldpolitische Konzept mit den Elementen «Definition der Preisstabilität als langfristigem Anker, einer Inflationsprognose als Hauptindikator für die geldpolitischen Entscheidungen und einem Zielband für den Dreimonatslibor als operatives Ziel» (Jordan und Peytrignet 2007: 277).

Die Definition der Preisstabilität bildet nach Ansicht der SNB einen sogenannten «Anker» für die langfristigen Inflationserwartungen des Publikums. Sie wählte dafür den «Landesindex der Konsumentenpreise» und aufgrund dessen bekannter Schwächen wurde als «Preisstabilität» ein Anstieg dieses Indexes von zwischen null und weniger als zwei Prozent festgelegt.

Die «Verankerung» von Inflationserwartungen spielt in der aktuell dominierenden theoretischen Literatur eine zentrale Rolle.³ Demzufolge sind fest verankerte Inflationserwartungen Voraussetzung für die Erreichung eines Inflationsziels. Das Niveau des verankerten Ziels ist zugleich die Inflationsrate, die langfristig erreicht wird, auch wenn es kurzfristig Abweichungen davon geben kann. Entscheidend für die langfristige Zielerreichung ist jedoch die «Verankerung». Mit der Definition eines «Inflationsankers» setzte die SNB somit ihre explizite Absicht um, neuere theoretische Entwicklungen in ihre Strategieformulierung einzubeziehen.

Um das Publikum über die beabsichtigten geldpolitischen Interventionen der SNB zu informieren, wählte sie ihre Inflationsprognosen als Hauptindikator. Aus diesem Indikator, so die Idee der Nationalbank, sollte geschlossen werden können, in welche Richtung sich die Geldpolitik bewegen würde. Dabei geht die SNB davon aus, dass die Inflationsprognose kurz- bis mittelfristig durch eine Vielzahl von Modellen und konjunkturabhängigen Variablen erfolgen sollte, während ab einem Horizont von etwa drei Jahren vorwiegend monetäre Indikatoren zum Einsatz kommen sollten (Jordan und Peytrignet 2007: 279). Der pluralistische Ansatz bei der Modellierung «soll garantieren, dass sämtliche relevanten Informationen via die Inflationsprognose Eingang in den Entscheidungsprozess finden». Die A-priori-Differenzierung in kurz- und langfristige Prognoseindikatoren unterstreicht jedoch zugleich noch einmal das prinzipielle Festhalten der SNB an der Theorie der geldmengengetriebenen Inflation.

Die Inflationsprognose sollte dabei das jeweils aktuelle Niveau des Leitzinses unterstellen (bedingte Inflationsprognose). Das bedeutet, dass die Prognose nur für eine unveränderte Geldpolitik Gültigkeit haben sollte. Wenn die Inflationsprognose über dem Wert für Preisstabilität zu liegen käme, so die Botschaft der SNB, würde geldpolitischer Handlungsbedarf bestehen. Im Unterschied zu einem «inflation targeting» sollte jedoch nicht «mechanisch» eine Aktion der SNB erfolgen, sondern der Zeitpunkt der Reaktion solle vom wirtschaftlichen Umfeld abhängig gemacht werden (ebd.). Nach Ansicht der SNB sollte dieses Vorgehen mithin auch die Kommunikation der SNB verbessern helfen sowie «zur Transparenz der Geldpolitik beitragen». Dafür sollte die Inflationsprognose regelmässig (zunächst halbjährlich, später vierteljährlich) zusammen mit einer ausführlichen Lagebeurteilung publiziert werden.

Bei Einführung des neuen geldpolitischen Konzepts war der Dreimonatslibor ein (durchschnittlicher) Zinssatz für ungesicherte Geldmarktkredite mit einer Laufzeit von drei Monaten, den Banken bezahlen. Als operatives Ziel ihrer Politik legte die SNB ein «Zielband» fest, in dem sich der Dreimonatslibor bewegen sollte. Zusätzlich gab sie an, in welchem Bereich des Bandes (oben, Mitte, unten) der Marktzins zu liegen kommen sollte. Die öffentliche Festlegung eines operativen Ziels zählte zu den Neuerungen der Strategie, hatte die Zentralbank doch beim vorherigen Konzept ein solches nicht kommuniziert. Diese Änderung war somit ebenfalls Teil der revidierten Kommunikationsstrategie. Für die Wahl dieses Zinssatzes als Grundlage für das operative Ziel wurden drei Gründe angeführt: «Er ist wirtschaftlich relevant, der einzelne Marktteilnehmer kann ihn nicht manipulieren, und in der Schweiz fand sich keine geeignete Alternative» (ebd.: 280).

³ Die Anfänge gehen u.a. auf Phelps (1967) und Friedman (1968) zurück, für die Anwendung in «neukeynesianischen» Modellen siehe etwa Ball, Mankiw und Romer (1988) oder Clarida et al. (2000).

Wie oben bereits ausgeführt, bestand die Verbindung zwischen Inflationsprognose und operativem Ziel darin, dass die Inflationsprognose als Hinweis für eine mögliche Änderung des operativen Ziels, also eine Anpassung des Zinssatzes, verstanden werden sollte. Die Wirkung einer Zinssatzänderung besteht gemäss SNB darin, dass je tiefer die Zinsen, desto grösser das Geldangebot und damit die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Steigt die Nachfrage infolgedessen über die Kapazitätsgrenze, könne das zu steigenden Preisen führen (SNB 2001: 33). Entscheidend für die Wirksamkeit der Geldpolitik ist damit die Fähigkeit, den Zinssatz zu beeinflussen. Für die Steuerung des Zinssatzes greift die SNB auf ihr «Instrumentarium» zurück, das die zweite Säule der neuen Strategie bildet.

Die zweite Säule: Das geldpolitische Instrumentarium

Das operative Ziel erreicht die Schweizerische Nationalbank ihrer Ansicht nach, indem den Banken Liquidität entweder zugeführt oder entzogen wird. Bei einer Zufuhr von Liquidität würde der Libor-Satz sinken, bei einem Entzug hingegen steigen. Liquidität sind in diesem Zusammenhang die Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der SNB. Die Nachfrage nach Liquidität ergibt sich gemäss SNB aus den Liquiditätsvorschriften für die Banken, während der Interbankenmarkt für die Liquiditätsnachfrage keine Rolle spielt (ebd.: 34). Somit ist zuletzt lediglich festzulegen, auf welchem Weg die Liquidität gesteuert werden soll. Dazu wird erläutert: «Die Nationalbank beeinflusst den Libor hauptsächlich über kurzfristige Repo-Geschäfte.»⁴ Bei tiefen Repo-Sätzen würden die Banken viel Liquidität nachfragen, bei höheren entsprechend weniger. Den Repo-Vereinbarungen kommt damit die Rolle des «wichtigsten» geldpolitischen Instruments zu (ebd.). Neben diesem «wichtigsten» Instrument erwähnt die SNB in ihrer Strategie auch Festgelder des Bundesstaates, sowie Devisen-Swaps. Allerdings sei das Repo-Geschäft von überragender Bedeutung, denn damit sei es ihr gelungen, «alle Instrumente, welche die Nationalbank für die tägliche Umsetzung ihrer Geldpolitik braucht, auf einem einzigen Geschäft aufzubauen» (Borsani et al. 2007: 315).

Die dritte Säule: Kommunikation

Die Kommunikation bildet den dritten Teil der Strategie. Sie soll dazu dienen, das geldpolitische Konzept und die jeweils aktuelle Politik zu erläutern sowie geldpolitische Entscheidungen zu begründen (Jordan und Peytrignet 2007: 282). Darin sind jedoch Informationen über interne Abstimmungsprozesse und Diskussionen nicht eingeschlossen.

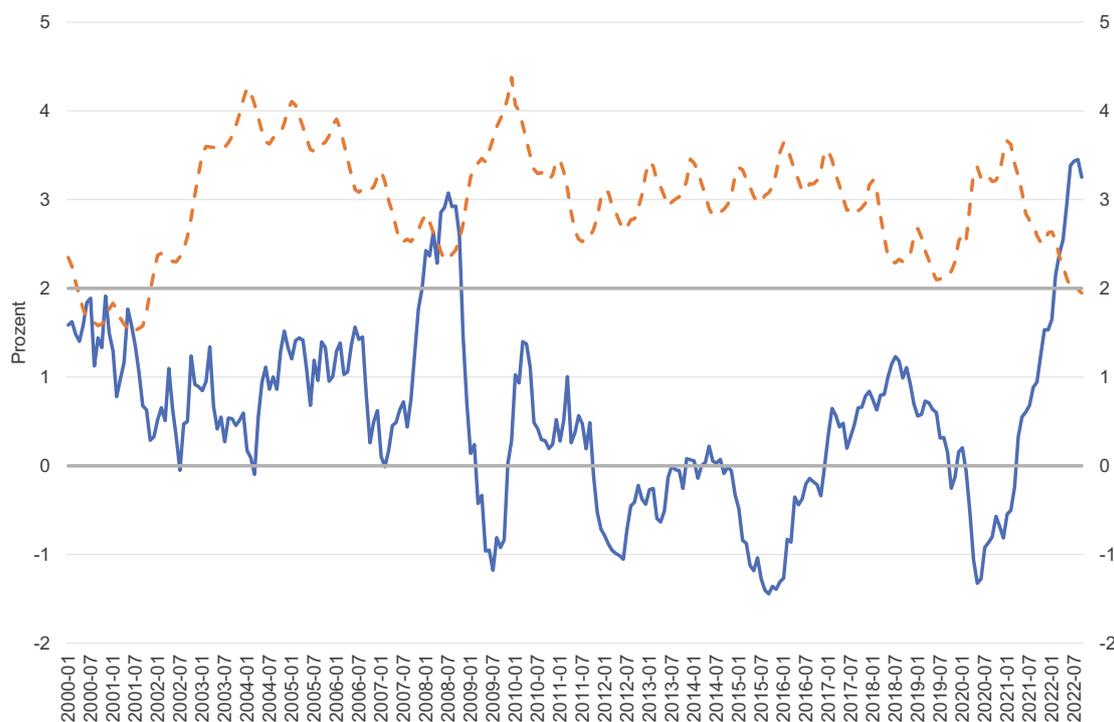
Strategie und Wirklichkeit

Die Strategie der SNB soll anhand zweier Kriterien evaluiert werden. Diese sind erstens die Zielerreichung und zweitens die Prüfung der Grundlagen der Strategie. Für die Prüfung der Zielerreichung soll auf das Mandat abgestellt werden. Für die Überprüfung der strategischen Grundlagen wird die Strategie in ihre empirisch überprüfbareren Elemente zerlegt und diese dann einzeln auf Validität getestet.

Erfüllung des Mandats

Gemäss Mandat soll die Zentralbank für Preisstabilität sorgen und dabei auf konjunkturelle Entwicklungen Rücksicht nehmen. Ob dieses Ziel erreicht wurde, kann allerdings nur an der Inflationsrate abgelesen werden, da kein eigentliches Konjunkturziel definiert ist. Die folgende Grafik zeigt darum behelfsweise die Entwicklung der Arbeitslosenquote als Konjunkturindikator.

⁴ Bei «Repo-Geschäften» verkaufen die Geschäftsbanken Wertpapiere an die SNB und erhalten dafür Liquidität. Beim Verkauf wird gleichzeitig ein Rückkaufdatum und Rückkaufpreis festgelegt. Durch den Rückkauf wird die Liquidität wieder entzogen. Aus der Differenz von An- und Rückkaufspreis ergibt sich der Repo-Zins (ebd.:36).

Grafik 1: Inflation, Arbeitslosenquote Januar 2000 – September 2022

Arbeitslosenquote (orange gestrichelte Linie) sowie Inflationsrate (blaue Linie) in der Schweiz.

Quelle: SNB

Wie Grafik 1 zeigt, bewegte sich die Inflationsrate seit Einführung der neuen Strategie mehrheitlich im Bereich der selbst definierten Preisstabilität. Die Zielerreichung war nach der Finanzmarktkrise allerdings deutlich verschlechtert. Im gesamten Zeitraum lag die Inflationsrate in 63 Prozent der Monate innerhalb des Bereichs von 0 bis unter 2 Prozent, von 2008 bis 2022 (September) hingegen waren es lediglich 46 Prozent der Monate. Dabei kam es zwischen November 2009 bis September 2011 kurzfristig zu einem «Überschiessen» der Inflationsrate, im Übrigen war sie bis Anfang 2022 stets zu tief.

Gleichzeitig lag die Arbeitslosenquote bei etwa drei Prozent, wobei in den Jahren ab 2008 sowohl deren Varianz als auch Niveau tiefer waren als in der Zeit davor. Legt man als Erfolgsmassstab eine tiefe Inflationsrate bei gleichzeitig guter wirtschaftlicher Entwicklung an, hat die SNB ihr Mandat erfüllt. Diese Feststellung schliesst nicht aus, dass bei etwas höherer Inflation ab 2008 die Arbeitslosigkeit noch geringer gewesen wäre. Jedoch erscheint dieses Szenario eher unwahrscheinlich angesichts der Beobachtung, dass in der Zeit davor die Inflationsrate und die Arbeitslosenquote grösser waren. Angesichts der Tatsache, dass das Mandat der SNB über den gesamten Zeitraum mehrheitlich erfüllt wurde, stellt sich die Frage, ob und in welchem Masse die gewählte Strategie dafür verantwortlich ist.

Empirische Evidenz und SNB-Strategie

Die SNB-Strategie kann als die Summe der folgenden wesentlichen Elemente aufgefasst werden:

1. Zuverlässigkeit des Politikindikators (bedingte Inflationsprognose),
2. informative Referenzgrösse (Libor),
3. Einhaltung des Referenzzinssatzes (Libor im Zielband),

4. negativer kausaler Zusammenhang zwischen Zinsniveau (Libor) und Liquiditätsnachfrage,
5. positiver kausaler Zusammenhang zwischen Geldangebot und Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen sowie Kapazitätsauslastung,
6. positiver kausaler Zusammenhang zwischen Kapazitätsauslastung und Inflation,
7. Abhängigkeit der Inflation von der Geldmengenentwicklung in der langen Frist,
8. Liquiditätsnachfrage auf Basis Liquiditätsvorschriften der SNB,
9. Liquiditäts- und Zinswirksamkeit der Repo-Geschäfte,
10. Verankerung der Inflationserwartung und Konvergenz der Inflation zum Niveau der Erwartung.

Von diesen Elementen sind mit Ausnahme des letzten alle leicht empirisch überprüfbar und können somit als Test für die Wirksamkeit der SNB-Strategie herangezogen werden. Im Folgenden wird für die Prüfung, ob die einzelnen Elemente der Strategie empirisch belegbar sind, auf möglichst robuste Indikatoren zurückgegriffen. Das bedeutet, dass sie so weit wie möglich auf Basis einfacher Ausschlusskriterien durchgeführt wird. In Einzelfällen wird auf externe wissenschaftliche Publikationen verwiesen.

Die Inflationsprognose soll gemäss Strategie die Richtung der Geldpolitik angeben. Zugleich soll diese Prognose auf einem pluralistischen Modellierungsansatz mit der einzigen Vorgabe, dass die langfristige Inflationsrate durch das Wachstum der Geldmenge bestimmt wird, beruhen. Dabei ist zu beachten, dass der Zusammenhang zwischen Inflationsprognose und Geldpolitik nicht «mechanisch» sein soll. Unter diesen Voraussetzungen lässt sich die Zuverlässigkeit des Politikindikators allerdings nicht objektiv prüfen, denn sowohl eine geldpolitische Entscheidung, die in die angezeigte Richtung geht, wie auch eine in der entgegengesetzten Richtung liesse sich rechtfertigen.

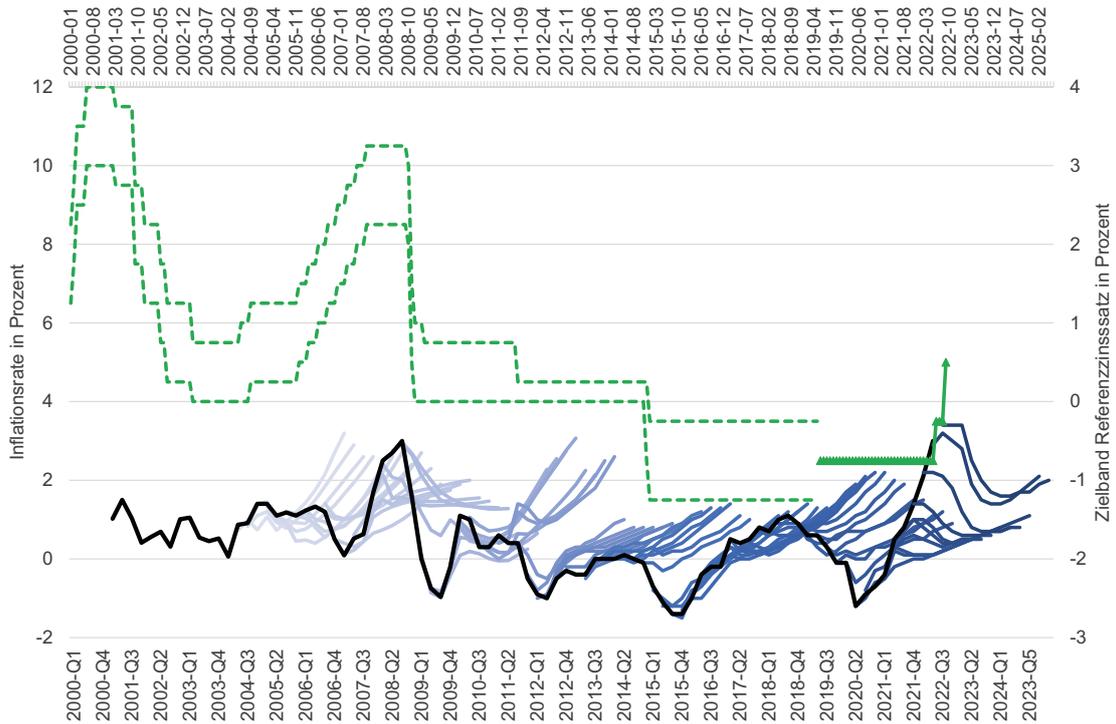
Ebenso wenig kann auf einen Vergleich zwischen Inflationsprognose und realisierter Inflation als Prüfkriterium abgestellt werden, da die Nationalbank mit ihrer «bedingten» Inflationsprognose eine hohe Prognosegüte überhaupt nicht anstrebt. Die Inflationsprognose dient schliesslich lediglich als Wegweiser für die künftige Geldpolitik mit der Option jederzeit vom angezeigten Pfad abweichen zu können. Für die Inflationsprognosen der SNB lässt sich daraus ableiten, dass sie weder systematisch die Politikmassnahmen korrekt anzeigen noch die Inflation zuverlässig vorhersagen sollten. Grafik 2 bestätigt dies.

Grafik 2 trägt die Inflationsprognosen gemeinsam mit dem Libor-Zielband und den jeweils verfügbaren Inflationsschätzungen ab. Die Inflationsprognosen sind die kurzen Linien, die jeweils aktuelle Inflationsschätzung die lange (schwarze) Linie zuunterst. Die Inflationsprognosen weisen mit wenigen Ausnahmen jeweils eine steigende Tendenz auf. Fast immer sind die Endpunkte dieser Prognosen jedoch unterhalb der oberen Grenze für die Preisstabilität von zwei Prozent. Im Zeitraum 2004–2008 wurde das Zielband für den Libor mehrfach nach oben verschoben. Diese Anhebungen entsprachen der Strategie in dem Sinne, dass Inflationsprognosen oberhalb der Schwelle der Preisstabilität als Verbote einer restriktiveren Geldpolitik angesehen werden konnten.

Die Zinssenkungen ab 2008, zweite Jahreshälfte sowie 2011, 2014 erfolgten hingegen trotz weiterhin steigender Inflationsprognosen. In diesen Fällen machte die Zentralbank demzufolge von ihrem Vorbehalt Gebrauch, der Richtung der Inflationsprognosen nicht «mechanisch» zu folgen. In der Summe zeigt sich somit, dass die Inflationsprognosen für sich genommen keinen Informationsgehalt bezüglich der folgenden Zinsentscheidungen haben. Die Rolle der Inflationsprognosen als vorausweisender Indikator der Geldpolitik wurde entsprechend nicht ausgefüllt.

Als zweite Beobachtung lässt Grafik 2 auch keinen Zweifel daran, dass die Inflationsprognosen ganz allgemein keine zuverlässigen Vorhersagen für die Inflation sind. Die Differenz von Vorhersage zu Realisation ist mit wenigen Ausnahmen positiv und damit nicht informationseffizient. Diese Tatsache widerspricht der deklarierten Absicht, die «Prognosetechnik laufend zu verbessern» (ebd.: 279).

Grafik 2: Inflationsrate, Inflationsprognosen, Libor-Zielband, Saron-Leitzins ab 2000



← jeweils aktuelle Inflationsrate vor Revision (durchgehende Linie), Inflationsprognosen, linke vertikale Achse
 Libor-Zielband (gestrichelte Linien), Saron-Leitzins (gezahnte Linie), rechte vertikale Achse →
 Quelle: SNB

Die Vorhersagedefizite können auch nicht dem Umstand zugerechnet werden, dass die Inflationsprognosen jeweils auf einen unveränderten Referenzzins «bedingt» sind, denn auch in den Perioden, in denen der Referenzzins bzw. das Zielband nach der Publikation der bedingten Inflationsprognose tatsächlich unverändert blieb (z.B. März 2009 – Juli 2011, August 2011 – November 2014, Januar 2015 – Mai 2019 und weiter bis Februar 2022), zeigt sich keine nennenswerte Übereinstimmung zwischen Vorhersage und Realisation.

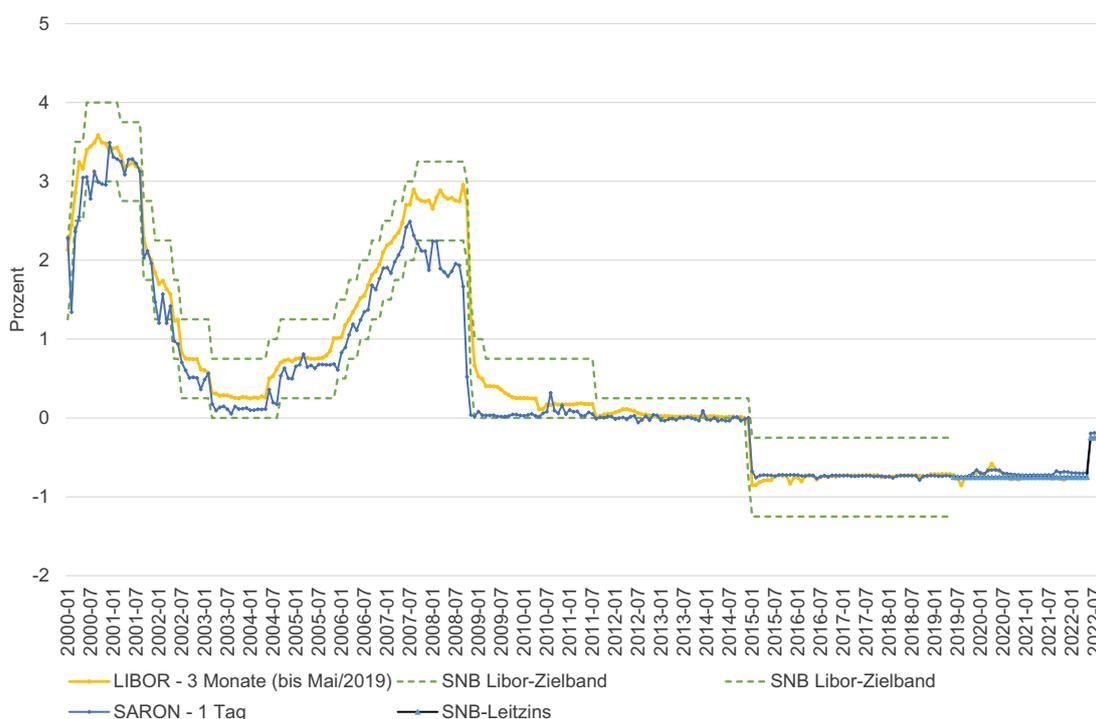
Schliesslich bleibt lediglich die Feststellung, dass die Vorhersage zumindest konsistent mit der postulierten Kausalität von Geldmengenwachstum zu Inflationsrate ist. Da die Geldmenge beständig stark zugenommen hat, muss nach der monetaristischen Logik auch die Inflationsrate steigen. Die systematische Fehlprognose einer fast immer gegen Ende des Vorhersagehorizontes deutlich ansteigenden Inflationsrate widerspiegelt dieses Postulat.

Die Inflationsprognose hat also weder die Inflation verlässlich prognostiziert noch verwertbare Hinweise auf die künftige Geldpolitik gegeben. Dafür gibt es lediglich zwei Erklärungsmöglichkeiten. Entweder werden aus dem Publikum unbekanntem Gründen gezielt falsche Inflationsprognosen veröffentlicht, oder die Inflationsprognosen beruhen auf untauglichen Vorstellungen über die Ursachen von Inflation. Von diesen beiden Varianten dürfte die zweite trotz der damit verbundenen Implikationen sicherlich die realistischere sein.

Aus Sicht der SNB stellte der Libor die ideale Referenzgrösse für die Umsetzung der Geldpolitik dar, weil er «wirtschaftlich relevant» sei und der einzelne Marktteilnehmer ihn nicht manipulieren könne. Letztere Feststellung trifft sicherlich zu, doch hat sich gezeigt, dass mehrere Grossbanken als Kartell diesen Zins über mehrere Jahre gemeinschaftlich manipuliert haben (Europäische Kommission 2013; Department of Justice 2012). Auf Grund dieser Manipulation ist somit fraglich, welche wirtschaftliche Relevanz der Liborzins tatsächlich hatte. Wenn aber ein manipulierter Zinssatz ebenso gut als Referenz taugt wie ein nicht manipulierter, dann ist seine tatsächliche Bedeutung für die praktische Geldpolitik wohl eher gering.

In der geldpolitischen Strategie bildet der Referenzzinssatz den Massstab für die Umsetzung der Geldpolitik. Bewegt sich der Zinssatz auf dem angestrebten Niveau, wertet die SNB dies als Erfolg ihrer operativen Tätigkeit.

Grafik 3: Referenzzinssatz, Zielband und Leitzins mit Zinsziel Januar 2000 – Oktober 2022



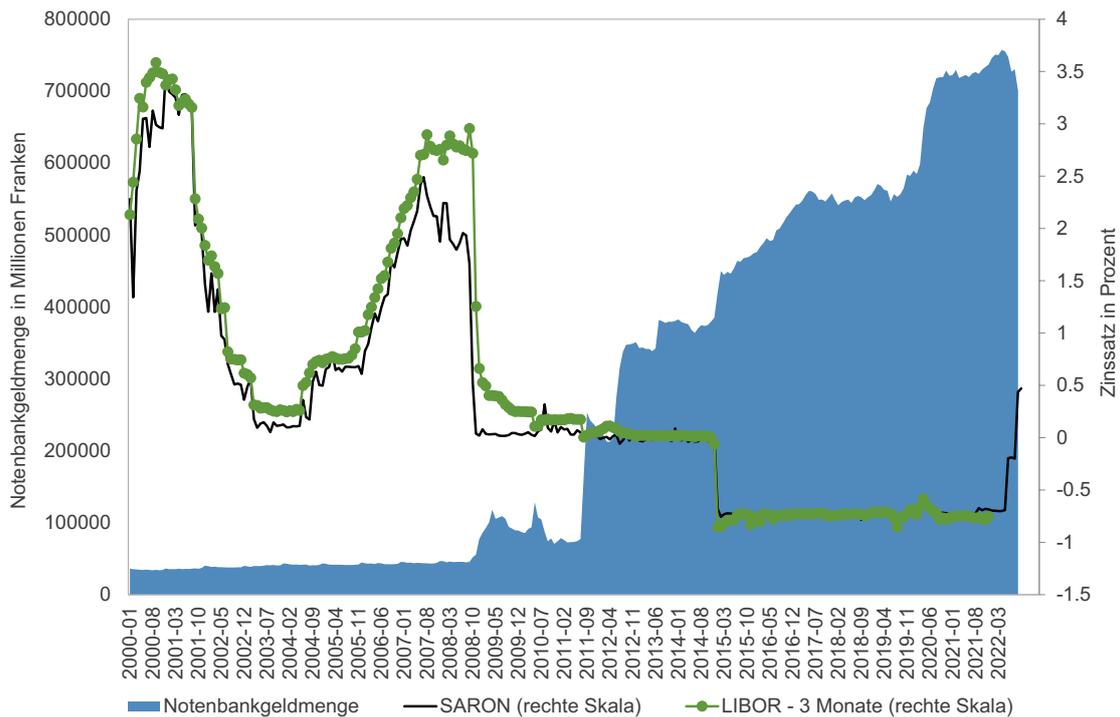
Quelle: SNB

Infolge des Libor-Skandals sah sich die SNB gezwungen, den Libor als Referenzzinssatz aufzugeben und ab 2019 durch einen neuen synthetischen Zinssatz, den sogenannten «SARON» (Swiss Average Rate Overnight) zu ersetzen. Dieser Zinssatz widerspiegelt Interbanken-Repo-Geschäfte (abgeschlossene Transaktionen und handelbare Angebote) in Schweizer Franken. Im Unterschied zum 3-Monats-Libor beträgt die Fristigkeit der SARON-Geschäfte lediglich einen Tag. Des Weiteren wurde mit der Umstellung auf den SARON das Libor-Zielband durch einen Leitzins ersetzt. Diese Umstellung erscheint dadurch gerechtfertigt, dass ein Tagesgeldsatz leichter zu steuern ist als ein 3-Monats-Zins, der auch von weniger gut kontrollierbaren Zinserwartungen abhängt (Jordan 2007: 6). Folglich sollte es möglich sein, den Tagesgeldsatz sehr präzise zu steuern weshalb ein Zinsziel sinnvoller erscheint als ein Zielband.

Die Grafik 3 dokumentiert, dass die Referenzzinssätze (Libor) bzw. der Leitzins (SARON) mit hoher Genauigkeit innerhalb des Zielbandes (Libor) bzw. auf dem Zinsziel (SARON) zu liegen kamen. Die operativen Ziele wurden mithin jeweils erreicht. Allerdings stellt sich grundsätzlich die Frage nach der Bedeutung dieses Erfolges für die Mandatserfüllung. Die bereits erwähnte Manipulation des Libors unterstreicht diese Frage noch zusätzlich.

Das Erreichen des Zinsziels ist für die Geldpolitik kein Selbstzweck. Die SNB geht entsprechend davon aus, dass der Zinssatz konkrete, vorhersehbare Wirkungen auslöst. Diese angestrebte Wirkung ist gemäss SNB die Beeinflussung der Liquiditätsnachfrage.

Grafik 4: Referenzzinssatz, Leitzins und Liquidität Januar 2000 – Oktober 2022



Quelle: SNB

Der von der SNB vermutete Wirkungszusammenhang unterstellt, dass Zinssenkungen eine Zunahme der Nachfrage auslösen und Zinssteigerungen eine Abnahme. Dieser Zusammenhang lässt sich ebenfalls empirisch leicht prüfen. Zu diesem Zweck genügt es, Notenbankgeldmenge und Zinssatz grafisch gegenüberzustellen.

Grafik 4 demonstriert, dass es keinen Zusammenhang zwischen dem operativen Ziel, dem Referenzzinssatz bzw. dem Leitzins gibt. Diese Schlussfolgerung ergibt sich aus der hohen Variabilität des Zinssatzes bei gleichzeitig wenig veränderter Liquidität in der ersten Hälfte des beobachteten Zeitraums und dem umgekehrten Phänomen ab etwa 2008. Stattdessen wird die Notenbankgeldmenge offensichtlich von anderen Faktoren getrieben. Vorliegend sind dies die Wertpapierkäufe der Nationalbank als Antwort auf die Finanzmarktkrise, die in erster Linie der Steuerung des Wechselkurses dienen. Diese bestimmen seit 2008 das Niveau der Liquidität, während der Politikzinssatz keinen relevanten Einfluss ausübt. Der in der Strategie der SNB unterstellte kausale Zusammenhang zwischen Zinsniveau und Liquiditätsnachfrage kann somit nicht nachvollzogen werden. Selbst wenn er bestehen sollte, ist er so geringfügig, dass er für die Umsetzung der Geldpolitik keine Bedeutung haben kann.

Der tendenzielle Gleichlauf breit definierter Geldmengenaggregate (M3 und M2) und wirtschaftlicher Aktivität ist in der Literatur gut dokumentiert (Müller 2003; Graff und Müller 2006). Kein Konsens besteht hingegen bezüglich des kausalen Zusammenhangs. In der Regel weitet sich das Geldangebot infolge Kreditvergabe an den privaten Sektor aus. Insofern diese Kredite mit Investitionen verbunden sind, geht die Kausalität von der Güternachfrage aus und wirkt sich auf das Geldangebot aus. Da das in der Regel der Fall sein dürfte, steht die Annahme, dass Geldmengenausweitung Güternachfrage bewirkt, auf schwachem Fundament. Zumindest muss die Frage, ob die Wirkung vom Geldangebot auf die Güternachfrage oder umgekehrt verläuft, offenbleiben. Allerdings lässt sich der Zusammenhang für die Notenbankgeldmenge mit Sicherheit ausschliessen. Das ergibt sich aus demselben Argument wie zuvor. Die Entwicklung der Notenbankgeldmenge ist aufgrund der Wertpapierkäufe der SNB völlig losgelöst von der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung und dem Zinsniveau (siehe auch Grafik 4).

Die SNB nimmt in ihrer Strategie an, dass die Vergrösserung des Geldangebots zu einer erhöhten Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen führt. Diese zusätzliche Nachfrage soll in einem zweiten Schritt zu erhöhter Kapazitätsauslastung und infolgedessen zu steigender Inflation führen. Während der erste Teil des Arguments eher schlecht begründet ist, gibt es für den zweiten Teil verlässliche empirische Evidenz. So zeigt Müller (2006), dass tatsächlich ein positiver Zusammenhang zwischen steigender Nachfrage, Kapazitätsauslastung und Inflation besteht.

Die Notenbankliquidität ist ein Spiegelbild der Guthaben der Geschäftsbanken bei der SNB. Die geldpolitische Strategie unterstellt, dass die Liquiditätsvorschriften der SNB eine permanente Nachfrage nach Notenbankliquidität schaffen. Spätestens mit der Einführung eines Negativzinses auf Einlagen der Geschäftsbanken bei der SNB am 22. Januar 2015 ist diese Annahme nicht mehr haltbar. Würde die SNB die Geschäftsbanken mittels Liquiditätsvorschriften dazu zwingen Guthaben im tatsächlich beobachteten Ausmass bei ihr zu halten, käme der Negativzins einer Zwangsabgabe der Banken an die Notenbank gleich. Tatsächlich entstehen die Sichteinlagen bei der SNB jedoch durch freiwillige Handlungen der Geschäftsbanken im Rahmen des üblichen Geschäftsverkehrs durch Kreditierung der Konten im Gegenzug für – vorwiegend – Wertpapiertransaktionen.

Daraus folgt, dass es zwar eine Nachfrage nach Notenbankliquidität gibt, doch rührt diese nicht von den Liquiditätsvorschriften her, sondern wird vorwiegend durch die Wertpapierkäufe der SNB induziert. Die Bestimmungsgründe für diese Käufe determinieren daher das Niveau der Notenbankliquidität. Im Unterschied zu Liquiditätsvorschriften, denen die Geschäftsbanken auch gegen deren Willen unterworfen werden können, bedeutet Freiwilligkeit der Wertpapiertransaktionen, dass die Geschäftsbanken einen sehr grossen Freiheitsgrad bei der Wahl des Niveaus der Notenbankliquidität haben und spiegelbildlich entsprechend die Möglichkeiten der Steuerung der Nachfrage nach Notenbankliquidität deutlich geringer ist als in der SNB-Strategie unterstellt wird.

Die Repo-Geschäfte sind das «wichtigste geldpolitische Instrument» der Geldpolitik (SNB 2001: 34). Sie sollen zur Steuerung des Zinssatzes und der Liquidität dienen. Ein Blick auf die Zahlen der vergangenen zwölf Jahre zeigt jedoch, dass das Repo-Geschäft der SNB faktisch nicht mehr existiert. Seit Juni 2010 weist die SNB nur noch vereinzelt Repo-Transaktionen aus, nachdem in den Monaten zuvor die Volumina deutlich gesunken waren. Von August 2011 bis Juni 2012, von November 2019 bis Februar 2021 sowie noch einmal im August und September 2022 wurden nennenswerte Repo-Transaktionen durchgeführt. In der ersten dieser drei Perioden geschah dies im Kontext der Senkung des Zielbandes im August 2011. Bei der nächsten Senkung des Bandes im Dezember 2014 spielten Repos jedoch bereits keine Rolle mehr. Das Volumen der Repo-Transaktion im Herbst 2022 war gemessen am Vorkrisenvolumen beachtlich, doch in Relation zur inzwischen gigantischen Liquidität gering.

Die Steuerung der Liquidität soll über die Repo-Transaktionen erfolgen. Ohne solche Transaktionen müsste die Liquidität bei unverändertem Zinssatz konstant bleiben. Wie Grafiken 3 und 4 zeigen, ist das allerdings keineswegs der Fall. Zudem wurde bereits zuvor argumentiert, dass die Liquidität durch Wertpapierkäufe determiniert wird. Die Steuerung von Zinssatz und Liquidität erfolgt dementsprechend nicht (mehr) durch das nominell «wichtigste geldpolitische Instrument» der SNB. Die offizielle SNB-Strategie weist an dieser Stelle darum eine bedeutende Lücke auf.

Mit der Definition der Preisstabilität beabsichtigt die SNB die Inflationserwartungen des Publikums zu «verankern». Diese Absicht entspricht der in der Literatur verbreiteten Ansicht, dass eine Konvergenz der tatsächlichen Inflation auf das angestrebte Niveau der Verankerung eben diese Verankerung der Erwartungen voraussetzt.

Die Literatur verwendet zur Begründung dieses Ansatzes theoretische Konzepte, die sich einer empirischen Überprüfung weitgehend entziehen. Rudd (2022: 11) fasst die Probleme der empirischen Analyse des Modellzusammenhangs zwischen Inflationserwartung und Inflation so zusammen: «das Vorhandensein von erwarteter Inflation in diesen Modellen ist im Wesentlichen die einzige Rechtfertigung für die weitverbreitete Ansicht, dass Erwartungen die Inflation tatsächlich beeinflussen» (eigene Übersetzung).⁵ Mit anderen Worten, auch wenn es gelungen sein sollte, die Inflationserwartungen beim Publikum auf dem gewünschten Niveau zu verankern, so gibt es keinen empirisch gesicherten Grund davon auszugehen, dass die entsprechenden Erwartungen einen Einfluss auf die realisierte Inflationsrate haben.

Die SNB kann mit Recht behaupten, dass sie ihr Mandat weitgehend erfüllt hat. Insbesondere war die Inflationsrate seit Einführung der neuen Strategie sehr tief, ohne dass die konjunkturelle Entwicklung sichtbar Schaden genommen hätte. Allerdings bedeutet diese Koinzidenz nicht automatisch, dass sie für dieses Ergebnis auch kausal verantwortlich ist. Die SNB hat seit 2000 nach eigener Darstellung eine Strategie verfolgt, die die Erfüllung ihres Mandats bewirken sollte. Die detaillierte Prüfung wesentlicher Elemente dieser Strategie zeigt jedoch, dass die Strategie über fast die gesamte Zeit unmöglich umgesetzt werden konnte. Diese Schlussfolgerung ergibt sich daraus, dass wichtige ökonomische Wirkungszusammenhänge, die für das Funktionieren der Strategie notwendig gewesen wären, schlicht und einfach nicht existieren; bei anderen ist deren Existenz zumindest fraglich. Des Weiteren hat sie ihr «wichtigstes» geldpolitisches Instrument nicht eingesetzt bzw. nur sehr, sehr eingeschränkt verwendet. Schliesslich hat der Politikindikator Inflationsprognose seine Rolle nie ausgefüllt.

Krise und Paradigmenwechsel

Für die Erklärung der Tatsache, dass das vorrangige Ziel der Preisstabilität erreicht wurde, ohne dass die SNB ihre Strategie umgesetzt hat, gibt es zwei Möglichkeiten. Entweder wurde eine alternative Strategie verfolgt oder die Mandatserfüllung geht auf Ursachen ausserhalb des Einflusses der SNB zurück.

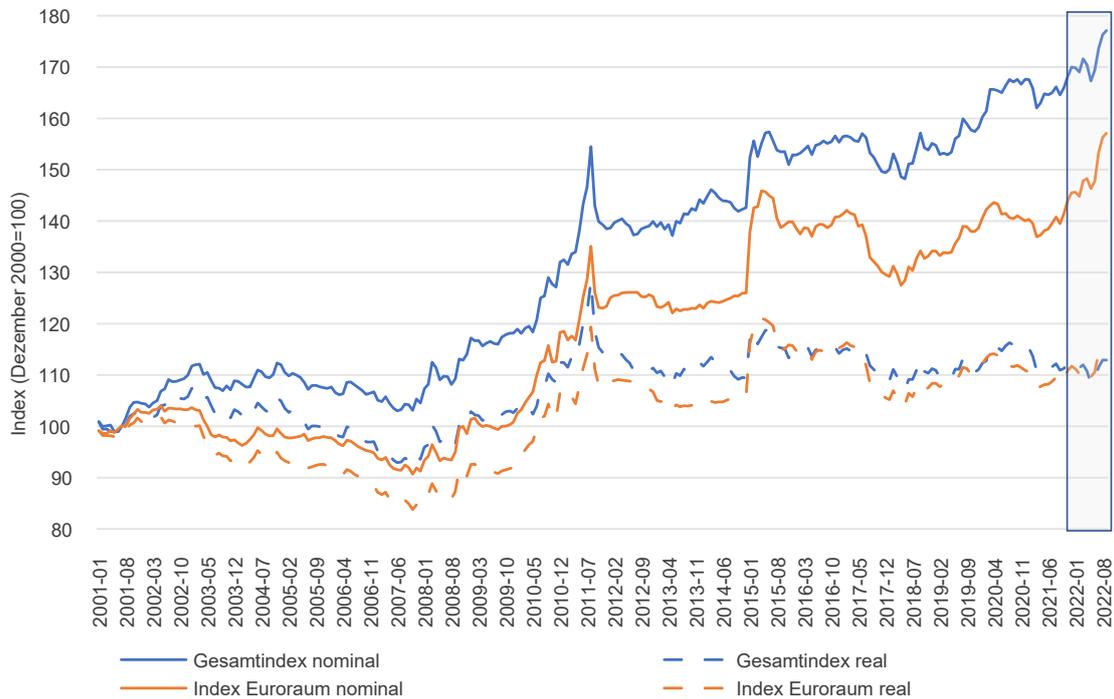
Permanente Ausnahmesituation

Die Entwicklung der aktuellen Strategie fiel in eine Zeit, die aus heutiger Sicht als «normal» bezeichnet werden dürfte. Im September 2007 endete allerdings mit dem Einsetzen der Finanzmarktkrise diese Normalität. Als Antwort auf die drohende Implosion des Bankensektors und eine drohende Wiederholung der Krise der 1930er Jahre stellten die Zentralbanken weltweit den Geschäftsbanken faktisch unbegrenzt Liquidität zur Verfügung. Dadurch blieben diese weiterhin liquide, «bank runs» konnten verhindert werden, ebenso wie eine flächendeckende Bankeninsolvenz.

⁵ Im Original: «the presence of expected inflation in these models provides essentially the only justification for the widespread view that expectations actually do influence inflation.»

Jordan (2012: 3) zufolge war die «konventionelle Geldpolitik, d.h. die Steuerung der Wirtschaft über die kurzfristigen Zinssätze [...] damit am Ende». Zusätzlich zur Finanzmarktkrise wurde die SNB mit einem starken Aufwertungsdruck auf den Franken konfrontiert, der die Exportwirtschaft der Schweiz bedrohte. Um diese Gefahr zu bannen begann sie mit massiven Wertpapierkäufen in den Devisenmarkt zu intervenieren und damit die Aufwertung zu bremsen. Zwischenzeitlich, nämlich vom 6. September 2011 bis 15. Januar 2015 fixierte sie den Wechselkurs zum Euro. Die Priorisierung der Versorgung des Bankensektors mit Liquidität bedeutete das logische Ende des Repo-Geschäftes, und die Notenbankgeldmenge stieg zwischen September 2007 und Dezember 2021 um den Faktor 17 (Bilanzsumme: Faktor 9.5). Dieser Anstieg ist jedoch nicht allein auf die Sicherung der Liquiditätsversorgung zurückzuführen, sondern primär auf das Wechselkursmanagement, das laufend hohe Wertpapierkäufe erfordert (Müller 2017).

Grafik 5: Nominaler und realer effektiver Wechselkursindex des Schweizer Frankens Januar 2000 – September 2022



Quelle: SNB

Damit ist inzwischen eine Situation entstanden, die mit jener bei der Planung der Strategie nicht mehr vergleichbar ist. Diese neue Situation ist durch eine Bilanzsumme der SNB in Höhe des 1.4-fachen der jährlichen Wertschöpfung der Schweiz (2021) gekennzeichnet, eine Liquiditätsversorgung, die über dem 20-fachen der Reserveanforderungen entspricht, sowie durch weiterhin anhaltenden Aufwertungsdruck. Einzig das Niveau der Preissteigerungen seit Ende 2021 erinnert an die Ausgangslage. Die Inflation ist im Unterschied zu den zeitweisen zweistelligen Inflationsraten im Euroraum mit ca. 3% in der Schweiz jedoch noch eher gering. Allerdings korrespondiert der Unterschied zum Euroraum zu einem grossen Teil mit der nominalen Aufwertung des Frankens (siehe Grafik 5, schattierte Fläche) und ergibt sich somit überwiegend aus den tieferen Importpreisen und nicht etwa aus der Umsetzung der geldpolitischen Strategie.

Aufgrund der Bilanzgrösse und der spiegelbildlichen (Über-)versorgung der Banken mit Notenbankgeld ist folglich eine auf dem Liquiditätsmanagement beruhende Geldpolitik, wie sie in der aktuellen Strategie formuliert ist, nicht mehr möglich. Zudem besteht keine realistische Aussicht auf eine rasche «Normalisierung» der Bilanz zwecks Rückkehr zur liquiditätsbasierten Strategie.

Auch die jüngsten Bemühungen der SNB zur Wiederbelebung der Passivgeschäfte mit dem Ziel der Liquiditätsabschöpfung werden daran ebenso wenig ändern können wie die Wechselkursentwicklung. Aus diesem Grund erscheint die Entwicklung einer neuen geldpolitischen Strategie, die der aktuellen Situation angemessen ist, unverzichtbar.

Paradigmenwechsel

Die SNB ist sich der Wirkungslosigkeit ihrer konventionellen geldpolitischen Instrumente vollkommen bewusst, und gleichzeitig kann es keinen Zweifel geben, dass die aktuelle SNB-Strategie unbrauchbar ist. Damit stellt sich die Frage, an welchen Punkten sich die Entwicklung einer neuen Strategie ausrichten sollte. Die detaillierte Antwort auf diese Frage würde selbstverständlich den Rahmen dieses Beitrags sprengen, doch einige Elemente können aus der vorangegangenen Diskussion abgeleitet werden.

So verpflichtet etwa der anhaltende Aufwertungsdruck in Verbindung mit der internationalen Verflechtung der Schweizer Volkswirtschaft die SNB künftig zu einer Wechselkursstrategie. Der wohl wichtigste Schritt wäre allerdings eine endgültige Abkehr von den monetaristischen Grundannahmen. Wie bereits bei der Erörterung der theoretischen Basis der Strategie gezeigt wurde, bildet die Überzeugung, dass die Liquidität bzw. die Geldmenge kausal für das Preisniveau ist, das Rückgrat der SNB-Geldpolitik. Selbst die extremen Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise haben daran kaum etwas geändert.

So führt Jordan (2012: 6) mit Blick auf die Krisenmassnahmen aus: «Die monetäre Basis hat in vielen Ländern massiv zugenommen, was in den Augen einiger Beobachter zu einem deutlichen Anstieg der Inflation führen wird. [...] richtig ist, dass mit einem Abklingen der Krise die monetäre Basis irgendwann wieder normalisiert werden muss». Wie erwähnt, ist diese Normalisierung seither noch wesentlich unwahrscheinlicher, wenn nicht unmöglich geworden. Stattdessen ist mit einer weiter sehr grossen SNB-Bilanz zu rechnen. Diese Bilanz hat inzwischen teilweise den Charakter eines «Staatsfonds» angenommen. Eine neue Strategie müsste auf diesen Umstand Rücksicht nehmen und das Management dieses Fonds explizit einbeziehen.⁶

Das monetaristische Gerüst der SNB-Strategie muss durch eine geeignete, theoretisch und idealerweise auch empirisch untermauerte Alternative ersetzt werden. Einen solchen Ersatz zu finden, dürfte die bei weitem grösste Herausforderung darstellen. Insbesondere bestünde die Hürde in der langen monetaristischen Tradition der SNB, die auch auf die akademische Diskussion in der Schweiz abstrahlt (und umgekehrt), so dass andere Ansätze in der Schweiz schwer zu finden sind. Da die Situation in der Schweiz in der internationalen Literatur faktisch nicht berücksichtigt wird, werden auch dort kaum passende Alternativen existieren.

Einen Ansatzpunkt könnten hingegen die Erfahrungen der SNB selbst liefern. Wie beschrieben hat die offizielle Strategie die meiste Zeit seit ihrer Einführung keine Anwendung gefunden. Die vermutete wichtigste Inflationsursache hat empirisch keinerlei Unterstützung, womit die Frage nach den tatsächlichen Determinanten der Inflation beantwortet werden müsste.⁷ Einen Hinweis auf eine mögliche Antwort könnte in einer gesamtheitlichen Betrachtung liegen, die den Wert des Geldes als Ausdruck des Vertrauens in die Institutionen des Währungssystems versteht. Dieser Ansatz würde es etwa erleichtern, externe von internen Inflationsursachen zu unterscheiden, sowie von solchen, die unter Kontrolle der Zentralbank stehen und solchen ausserhalb davon.

⁶ Vorschläge dazu gibt es bereits. Siehe etwa Müller 2020; Gerlach et al. 2021.

⁷ Wie anhand der Inflationsprognosen gesehen, hat die SNB trotz Modellpluralismus und konzeptioneller Offenheit keinen Erfolg bei der Inflationsprognose, was auf eine gravierende Wissenslücke schliessen lässt.

Unabhängig davon, welche Ansatzpunkte konkret berücksichtigt werden, dürften somit zwei Dinge unvermeidbar sein. Erstens bedarf es einer neuen Strategie und zweitens wird diese Strategie einen fundamentalen geldpolitischen Paradigmenwechsel einläuten müssen.

Schlussfolgerungen

Die Strategie der SNB beruhte bereits zur Zeit ihrer Einführung auf einer Reihe von schwachen oder gar nicht existierenden ökonomischen Wirkungszusammenhängen. Die Finanzmarktkrise hat diese Tatsache zwar nicht herbeigeführt, doch zumindest deutlich sichtbar gemacht. Insbesondere die Beobachtung, dass das Mandat der SNB – Preisstabilität bewahren unter Rücksichtnahme auf die Wirtschaftsentwicklung – erfüllt werden konnte, obwohl die strategischen Instrumente und operativen Werkzeuge ihren Dienst versagten, führen zu dem Schluss, dass die SNB eine neue, der aktuellen Situation angepasste Strategie benötigt. Diese Notwendigkeit wird noch dadurch verstärkt, dass die Inflationsrate wieder über der Zielmarke liegt. Die Eindämmung der Inflation auf Basis einer nachweislich untauglichen Strategie hat das Potenzial, die Glaubwürdigkeit der SNB auch langfristig zu beschädigen.

Diese neue Strategie muss eine Antwort finden auf die offensichtlichen Herausforderungen wie die Grösse der SNB-Bilanz, den anhaltenden Aufwertungsdruck und die gegenwärtigen Preissteigerungen. Sie muss zudem jedoch auch einen Ersatz für das monetaristische Gerüst der bisherigen Geldpolitik bieten, was sicherlich die grössere Herausforderung darstellt. Dieser Herausforderung wird die SNB nur durch einen echten Paradigmenwechsel gerecht werden können.

Literatur

- Ball, Laurence, N. Gregory Mankiw und David Romer (1988): The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 1–65.
- Borsani, Cristina, Karl Hug und Thomas J. Jordan (2001): Modernisierung des geldpolitischen Instrumentariums. In: Schweizerische Nationalbank (Hrsg.) (2007): *Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007*. Zürich: NZZ Libro, 302–315.
- Clarida, Richard, Jordi Gali und Mark Gertler (2000): Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. *Quarterly Journal of Economics*, 115, 147–180.
- Departement of Justice (2012): Barclays Bank PLC Admits Misconduct Related to Submissions for the London Interbank Offered Rate and the Euro Interbank Offered Rate and Agrees to Pay \$160 Million Penalty. <https://www.justice.gov/opa/pr/barclays-bank-plc-admits-misconduct-related-submissions-london-interbank-offered-rate-and> [22.02.2022].
- Europäische Kommission (2013): Kommission verhängt Geldbussen in Höhe von 1,49 Mrd. EUR für Teilnahme an Zinskartellen in der Derivatebranche. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/IP_13_1208 [22.02.2022].
- Friedman, Milton (1968): The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, 58, 1–17.
- Gerlach, Stefan, Yvan Lengwiler und Charles Wyplosz (2021): A Swiss Sovereign Wealth Fund – Opportunities and Risks. Report 4 vom 15.12.2021, <https://snb-observatory.ch/swf/> [22.02.2022].
- Graff, Michael und Christian Müller (2006): Die Quantitätstheorie des Geldes vom Mittelalter bis zur Gegenwart – Mit einer kurzen Darstellung der Geschichte des Geldes. *Schmollers Jahrbuch: Journal of Applied Social Science Studies / Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Duncker & Humblot, Berlin, 126(4), 565–603.
- Jordan, Thomas und Michel Peytrignet (2007): Der Weg zur Zinssteuerung und zur Inflationsprognose. In: Schweizerische Nationalbank (Hrsg.) (2007): *Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007*. Zürich: NZZ Libro, 273–291.

- Jordan, Thomas (2007): Wie hat sich das geldpolitische Konzept der SNB bewährt? Vortrag vor der Vereinigung Berner Wirtschaftswissenschaftler am 27. Februar 2007. https://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20070227_tjn/source/ref_20070227_tjn.de.pdf [15. Februar 2022].
- Jordan, Thomas (2012): Geldpolitik in der Finanzkrise: Massnahmen, Wirkungen und Risiken. Vortrag vor dem Swiss Banking Global Symposium, Zürich am 16. November 2012. https://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20121116_tjn [22. Februar 2022].
- Müller, Christian (2003): Money demand in Europe – An empirical approach. Heidelberg: Physica.
- Müller, Christian (2006): Further Results on Monopolistic Competition, Mark-up Pricing and the Business Cycle in Switzerland. *Empirical Economics*, 31, 755–776.
- Müller, Christian (2017): Target2, die SNB und Mephistopheles. https://www.researchgate.net/publication/315812584_Target2_die_SNB_und_Mephistopheles [22.02.2022].
- Müller, Christian (2020): Zum Umgang mit den «Corona-Schulden». <https://s-e-i.ch/Projects/FiscalPolicy/CoronaSchulden.pdf> [22.02.2022].
- Phelps, Edmund S. (1967): Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time. *Economica*, 34(135), 254–281.
- SNB (2001): Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 2000. In SNB (2001): 93. Geschäftsbericht 2000. Bern, 32–41. https://www.snb.ch/de/mmr/reference/annrep_2000_monopol_snb/source/annrep_2000_monopol_snb.de.pdf [22.02.2022].
- Rudd, Jeremy B. (2021): Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?). Finance and Economics Discussion Series 2021-062. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.062>.

Datenquellen

Variable	Quelle	Code	Referenz
Arbeitslosenquote	SNB	EPB@SNB.amarbma{T1}	Grafik 1
Landesindex der Konsumentenpreise (Veränderungen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat in %)	SNB	EPB@SNB.plkopr{VVP}	Grafik 1
Beobachtete Inflation	SNB	EPB@SNB.snbiproq{[Quartal][Jahr] PL[Liborwert], BI}	Grafik 2
Bedingte Inflationsprognose der SNB	SNB	EPB@SNB.snbiproq{[Quartal][Jahr] PL[Liborwert], P}	Grafik 2
SNB-Leitzins	SNB	EPB@SNB.snbhoffzisa{LZ}	Grafik 2, 3
SNB-Zielband für Dreimonats-Libor in CHF - untere Grenze	SNB	EPB@SNB.snbhoffzisa{UG0}	Grafik 2, 3
SNB-Zielband für Dreimonats-Libor in CHF - obere Grenze	SNB	EPB@SNB.snbhoffzisa{OG0}	Grafik 2, 3
SARON - 1 Tag	SNB	EPB@SNB.zimoma{SARON}	Grafik 3, 4
CHF LIBOR - 3 Monate	SNB	EPB@SNB.zimoma{3M0}	Grafik 3, 4
Notenbankgeldmenge	SNB	EPB@SNB.snbmoba{N2}	Grafik 4
Wechselkurs Gesamtindex nominal	SNB	Gesamtindex nominal	Grafik 5
Wechselkursindex Euroraum nominal	SNB	Index Euroraum nominal	Grafik 5
Wechselkurs Gesamtindex real	SNB	Gesamtindex real	Grafik 5
Wechselkursindex Euroraum real	SNB	Index Euroraum real	Grafik 5