

Der Iran-Krieg fordert die Nationalbank heraus

Der kommende Zinsentscheid steht im Zeichen steigender Ölpreise und eines erstarkenden Frankens

THOMAS FUSTER

Rund 4000 Kilometer trennen Irans Hauptstadt Teheran vom Zürcher Sitz der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Doch geografische Distanz bietet keinen verlässlichen Schutz vor direkter Betroffenheit. Was die Mullahs tun und lassen, hat auch für die SNB weitreichende Folgen. Wenn daher das Nationalbankdirektorium am kommenden Donnerstag seinen Zinsentscheid treffen wird, dürften Abwägungen rund um den Iran-Krieg im Mittelpunkt stehen.

So heftig die Krise am Golf auch erscheinen mag – die SNB wird wohl mit Nichtstun reagieren. Kaum ein Ökonom rechnet diese Woche mit einer Veränderung des momentan bei 0 Prozent liegenden Leitzinses. Das hat nicht zuletzt mit der Unübersichtlichkeit der Lage zu tun. Denn niemand weiss, wie lange der Krieg noch anhalten wird; da erscheint Aktivismus als ein schlechter Ratgeber. Sonst wird heute etwas beschlossen, was man schon morgen wieder rückgängig machen muss.

Zinsschritt ist unwahrscheinlich

Nicht nur die schwer einzuschätzende Lage spricht für geldpolitische Zurückhaltung – auch das für die SNB vorrangige Ziel der Preisstabilität legt dies nahe. Zwar hat der Nahostkonflikt über zwei Kanäle einen direkten Einfluss auf die Inflation in der Schweiz: Erstens steigen die Energiepreise, zweitens erstarkt der Franken. Doch die beiden Effekte wirken in die je entgegengesetzte Richtung und heben sich gegenseitig ungefähr auf. Der Nettoeffekt auf die Preisstabilität ist daher gering.

Wie kommt es zu dieser Neutralisierung? Ökonomen der UBS haben die Auswirkung der höheren Erdölpreise auf die Inflation geschätzt. Sie orientieren sich dabei am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK), zumal auch die SNB diesen Index als Richtschnur für die Inflation verwendet. Ausgehend vom Gewicht von Erdölprodukten wie etwa Benzin und Heizöl im LIK kommen sie zu dem Resultat, dass der jüngste Ölpreisanstieg die Inflation um nicht mehr als 0,3 Prozentpunkte erhöhen dürfte.

Und was ist mit dem Effekt des stärkeren Frankens? Dieser führt dazu, dass Importe in die Schweiz billiger werden

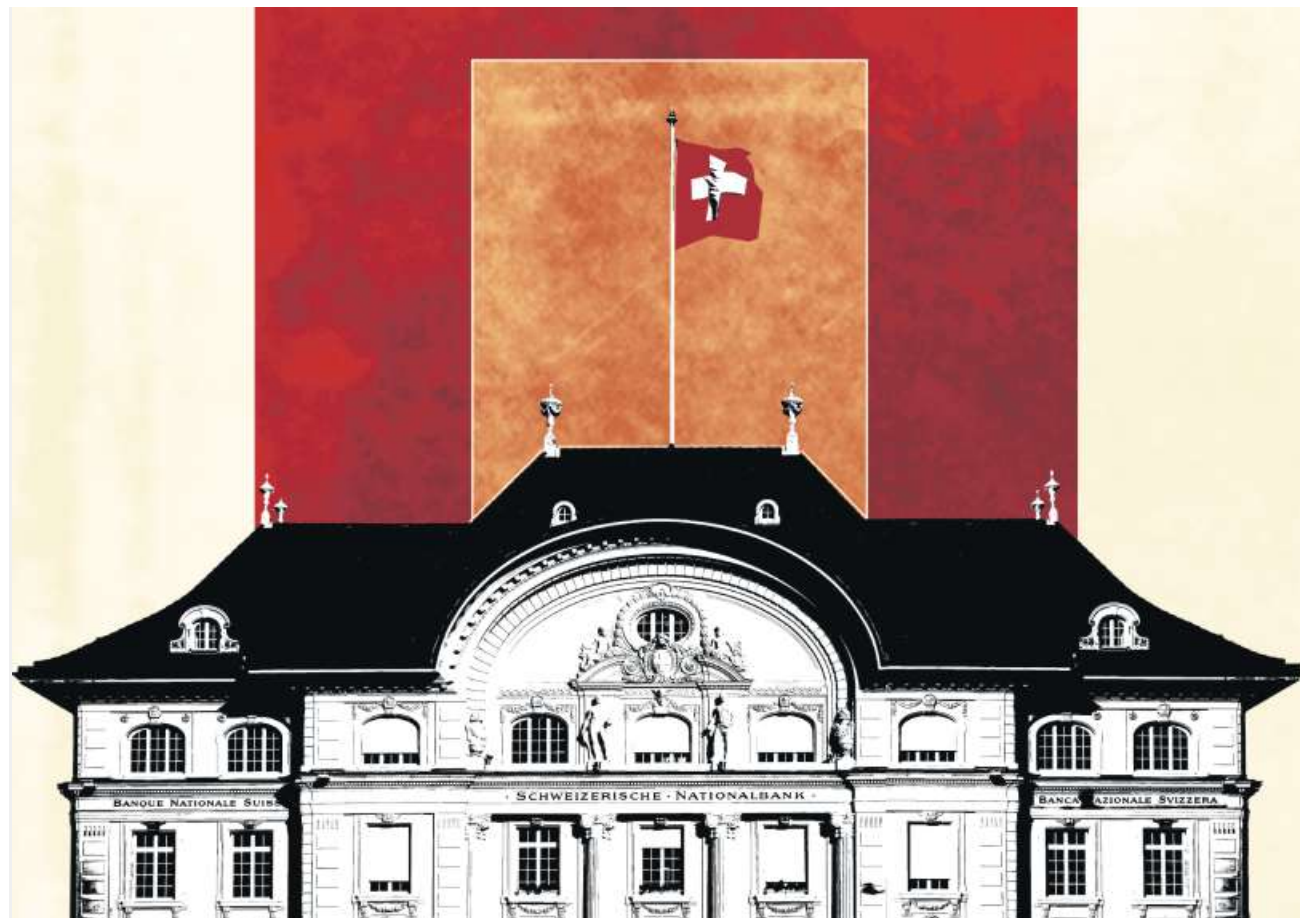


ILLUSTRATION ANJA LEMCKE / NZZ

und die Inflation sinkt. Ins Gewicht fällt dabei vor allem der Euro-Kurs. Hier wendet die UBS die Faustregel an, dass ein zum Euro um 10 Prozent stärkerer Franken die Inflation zirka um 1 Prozentpunkt reduziert. Weil der Franken seit dem letzten Zinsentscheid im Dezember 3,5 Prozent zugelegt hat, ergibt dies einen Rückgang der Gesamtinflation um rund 0,35 Prozentpunkte.

Anders formuliert: Zwar führt der Nahostkonflikt auch in der Schweiz zu einer Verteuerung von Erdölprodukten und somit zu einer höheren Inflation. Doch weil in unsicheren Zeiten viele Anleger in den sicheren Hafen des Frankens flüchten und dieser an Wert gewinnt, können pro Franken mehr Güter aus dem Ausland gekauft werden, und die Teuerung sinkt. Weil die beiden Effekte ungefähr gleich gross sind, wie die Schätzung der UBS nahe-

legt, ändert sich also wenig für die Inflationsaussichten.

Für die SNB bedeutet das: Beim wichtigsten Ziel ihrer Geldpolitik, der Preisstabilität, präsentiert sich die Lage ähnlich wie schon beim letzten Zinsentscheid vor drei Monaten. Ein Zinsschritt drängt sich damit nicht auf. Dies auch darum nicht, weil sich die Inflation in den letzten paar Monaten so entwickelt hat, wie man dies im Dezember prognostiziert hatte. Damals erwartete man für das erste Quartal 2026 eine Inflation von 0,1 Prozent – und derzeit liegt sie haargenau bei diesen 0,1 Prozent.

Verbale Intervention

Ist somit alles gut für die SNB? Nicht ganz. Denn die Lage kann sich rasch verschärfen, sowohl beim Erdölpreis als auch beim Franken-Kurs. Ein weiterer

Anstieg der Energiepreise dürfte dabei die kleinere Sorge sein für die SNB. Da die Inflation seit geraumer Zeit am unteren Ende des Zielbandes von 0 bis 2 Prozent verharrt, kommt die Verteuerung der Energiegüter der Nationalbank sogar entgegen. Denn mit dem Anstieg des Erdölpreises sinkt die Gefahr einer deflationären Preisentwicklung.

Problematischer wird es für die SNB, wenn eine Zuspitzung der Krise die Fluchtbewegung in den Franken beschleunigt und die Währung massiv aufwertet. Schon zwei Tage nach Kriegsausbruch griff die SNB daher zum Instrument einer verbalen Intervention. Sie erklärte, angesichts der internationalen Entwicklung sei ihre Bereitschaft für Interventionen am Devisenmarkt «erhöht». Man sei für Devisenmarktinterventionen bereit, um eine «rasche und übermässige Aufwertung» abzdämpfen.

Das sind ungewöhnlich deutliche Worte für eine Organisation, die sich ungern in die Karten blicken lässt. Offen bleibt, ob es die SNB bei der verbalen Massnahme belassen hat oder ob sie auch interveniert hat. Karsten Junius, Chefökonom bei Safran Sarasin, geht davon aus, dass die SNB derzeit aktiv am Devisenmarkt tätig ist. Er hält den Franken für um rund 6 Prozent überbewertet, wenn man ihn mit den Währungen der wichtigsten Handelspartner vergleicht und die Inflation berücksichtigt.

Publikation mit Verzögerung

Ob die SNB tatsächlich interveniert hat, ist unklar. Sie publiziert solche Markteingriffe erst mit Verzögerung und auch nur als Gesamtbetrag pro Quartal. Auffällig ist jedoch: Als der Euro-Kurs kürzlich unter 0.90 Franken

Niemand weiss, wie lange der Krieg noch anhalten wird; da erscheint Aktivismus als ein schlechter Ratgeber.

fiel, stieg er sofort wieder. Einige Beobachter vermuten deshalb, die SNB verteidige diesen Kurs. Die Notenbank betont hingegen seit Jahren, dass Interventionen nicht dazu dienen, einen bestimmten Wechselkurs zu verteidigen, sondern starke und rasche Kursauschläge zu glätten.

Könnte die SNB den Aufwertungsdruck statt mit Devisenkäufen auch mit einer Zinssenkung verringern? Grundsätzlich ja, denn tiefere Zinsen machen den Franken weniger attraktiv. Doch der Zinsunterschied zum Euro-Raum ist schon heute gross, ohne dass der Franken deshalb an Wert verloren hat. Wer sein Geld im Franken-Raum sichern will, lässt sich von einer leichten Zunahme des Zinsunterschieds kaum abschrecken. Auch dies macht eine Zinssenkung am kommenden Donnerstag unwahrscheinlich.