

Fachtext

Geldpolitik

Welche Aufgaben verfolgt die Geldpolitik?

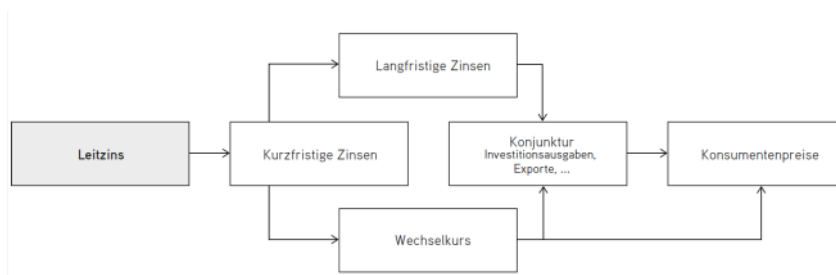
Eine Zentralbank hat einen klar festgelegten Auftrag: Sie muss die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des jeweiligen Landes oder Währungsraums führen. Das vorrangige Ziel ist dabei die Gewährleistung von Preisstabilität. Die Zentralbank will vermeiden, dass die Preise über einen längeren Zeitraum anhaltend steigen (Inflation/Teuerung) oder stetig fallen (Deflation) und dadurch grosse Schwankungen in der Kaufkraft des Geldes entstehen.^[1]

Preisstabilität ist eine wesentliche Voraussetzung für Wachstum und Wohlstand. Inflation und Deflation beeinträchtigen dagegen die Entwicklung der Wirtschaft. Sie erschweren es den Haushalten und Unternehmen, verlässlich zu planen. Zudem behindern sie die Funktion der Preise, Arbeit und Kapital zu einer möglichst produktiven Verwendung zu lenken, und führen zu Umverteilungen von Einkommen und Vermögen.

Als zweites Ziel verfolgt eine Zentralbank häufig eine ausgewogene konjunkturelle Entwicklung. Die Gesamtwirtschaft soll sich weder stark überhitzen noch stark abkühlen. Ein solch stabiles Umfeld ist gekennzeichnet durch nachhaltiges Wirtschaftswachstum und geringe Arbeitslosigkeit. In der Regel besteht kein Zielkonflikt mit der Preisstabilität, weshalb eine Zentralbank oft beide Ziele gleichzeitig verfolgen kann.

Konzeptioneller Rahmen der konventionellen Geldpolitik

Eine Zentralbank setzt ihre Geldpolitik um, indem sie den Leitzins festlegt (siehe Box «SNB-Leitzins»). Damit steuert sie das Zinsniveau am Geldmarkt, wo sich Banken gegenseitig kurzfristig Geld ausleihen. Da es sich dabei um kurzfristige Geschäfte handelt, reden wir nachfolgend von den kurzfristigen Zinsen. Schema 1 zeigt die zwei Wirkungskanäle auf, welche eine Zentralbank mit der Änderung des Leitzinses auslöst:



Schema 1: Übertragung der geldpolitischen Aktivitäten auf die Wirtschaft

Der obere Pfad zeigt die Wirkung der Zinsänderung auf die Kreditvergabe, diese wird auch als Kreditkanal der Geldpolitik bezeichnet; der untere Pfad zeigt die Wirkung einer Zinsänderung über den sogenannten Wechselkurskanal.



SNB-Leitzins

Hierzulande legt die Schweizerische Nationalbank (SNB) zur Erfüllung ihrer geldpolitischen Ziele den SNB-Leitzins fest. Er signalisiert, welches Zinsniveau die SNB für kurzfristige besicherte Geldmarktsätze anstrebt. Der aussagekräftigste dieser Geldmarktsätze ist der SARON (Swiss Average Rate Overnight), der Zinssatz, zu dem sich Banken untereinander kurzfristig (über Nacht) Geld ausleihen – und zwar gegen Sicherheiten wie etwa Staatsanleihen. Die SNB ist bestrebt, den SARON stets nahe am SNB-Leitzins zu halten. Dazu kann sie direkt am Geldmarkt aktiv werden.

1

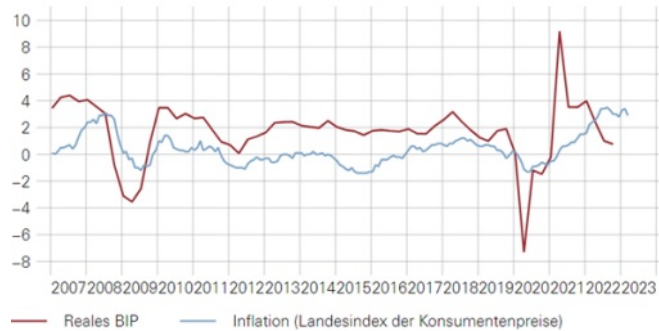
Der Kreditkanal.

Erhöht die Zentralbank den Leitzins, so erhöht sie damit – über eine Art Kettenreaktion, die sie auslöst – die allgemeinen Kreditkosten in der Wirtschaft. Nicht nur kurzfristige Kredite werden teurer; auch die Zinsen für langfristige Kredite und die Renditen von Anleihen (die sogenannten *langfristigen Zinsen*) steigen. Zum Beispiel müssen Hausbesitzer dann mehr bezahlen, um ihre Hypothekenzinsen zu finanzieren, und auch die Kapitalkosten für Firmenkredite steigen.^[2] Insgesamt wird weniger investiert und konsumiert, auch weil Sparen aufgrund der höheren Zinsen an Attraktivität gewinnt. Dies dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen. Da die Unternehmen ihre Produkte nicht mehr so gut absetzen können wie zuvor, sehen sie von Preis- und Lohnerhöhungen ab. Dementsprechend verlangsamt sich die Teuerung.

Senkt die Zentralbank hingegen den Leitzins, wirkt sie in die umgekehrte Richtung: Die Kreditkosten in der Wirtschaft werden gesenkt, was die Konjunktur und die Teuerungsentwicklung anregt.

SCHWEIZ: BRUTTOINLANDPRODUKT UND INFLATION

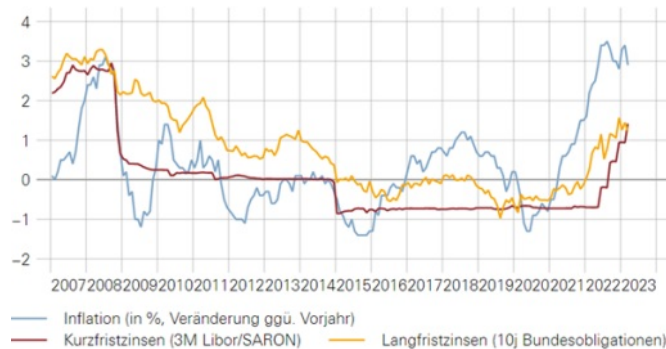
in %, Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: SNB

Abbildung 1: Verlauf von Inflation und realem BIP in der Schweiz. Bei beiden ist die Veränderung in Prozent gegenüber dem Vorjahr dargestellt.

SCHWEIZ: ZINSSÄTZE UND INFLATION



Quelle: SNB

Abbildung 2: Entwicklung der kurzfristigen und langfristigen Zinssätze sowie der Inflation in der Schweiz. Die Inflation ist als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr dargestellt.

2

Der Wechselkurskanal.

In einem Land wie der Schweiz, mit einer kleinen, international stark verflochtenen Volkswirtschaft und einer international bedeutenden Währung, ist der untere Teil des Schemas besonders wichtig. In diesem Fall übt auch der Wechselkurs erheblichen Einfluss auf die Konjunktur und die Teuerungsentwicklung aus.

Höhere Zinsen stärken gleichzeitig auch die heimische Währung, und zwar indem sie Anlagen in derselben attraktiver machen. Mehr In- und Ausländer wollen nun ihr Geld

in heimischer Währung anlegen. Dazu müssen sie zuerst Fremdwährung gegen heimische Währung eintauschen. Dies erhöhet die Nachfrage nach heimischer Währung, wodurch sie sich aufwertet. Aufgrund der Aufwertung der heimischen Währung werden die Exporte ins Ausland teurer und die Importe billiger; die Nachfrage nach heimischen Gütern schrumpft im In- und Ausland, was sich dämpfend auf die heimische Konjunktur und letztlich auch auf die Teuerung auswirkt.

Tiefere Zinsen hingegen machen die heimische Währung unattraktiv; sie wertet sich ab. Dies stimuliert die Exporte und damit die Konjunktur, gleichzeitig werden die Importe verteuert. Dadurch steigt die Inflation.

SCHWEIZER FRANKEN UND KURZFRISTZINSEN



Quelle: SNB
 Abbildung 3: Entwicklung des Wechselkursindex des Schweizer Frankens sowie der kurzfristigen Zinssätze. Beim Wechselkursindex ist die Veränderung im Vergleich zum Basisjahr 2000 dargestellt.

Was es in Schema 1 sonst noch zu beachten gilt

Einige Besonderheiten erschweren bzw. erleichtern das Führen der Geldpolitik. Sie lassen sich nicht direkt aus Schema 1 herauslesen.

Verzögerte Auswirkungen: Es kann Zeit verstreichen, bis die geldpolitischen Entscheide einer Zentralbank ihre Wirkung entfalten. Dies betrifft vor allem den oberen Teil von Schema 1. Eine Veränderung der Kurzfristzinsen beeinflusst die Preise eines Landes mit einer Verzögerung von zwei bis drei Jahren. Diese träge Reaktion wird berücksichtigt, indem die Zentralbank bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik vorausschauend agiert und Prognosen über die künftige Entwicklung von Konjunktur und Inflation erstellt. Würde sie erst reagieren, wenn die Teuerung steigt bzw. sinkt, wäre dies zu spät.

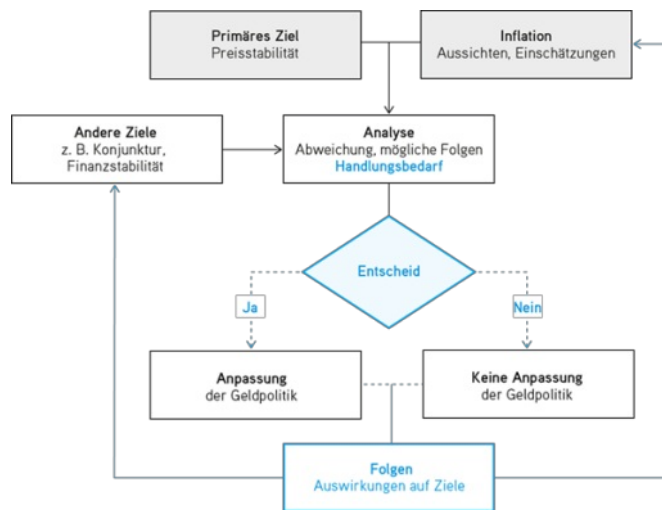
Temporär beeinflusstes Wirtschaftswachstum: Die Wirkung der Geldpolitik auf die Konjunktur ist stets nur vorübergehend. Das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft (das sogenannte Trendwachstum) hängt von anderen Faktoren ab, namentlich der Grösse der Erwerbsbevölkerung, dem Bildungsniveau, dem Sachkapital, dem technischen Fortschritt und der Qualität der Institutionen wie etwa dem System zum Schutz der Eigentumsrechte. Anders gesagt verpufft die stimulierende Wirkung einer Zinssenkung auf die Konjunktur nach einer gewissen Zeit; was bleibt, ist ein höheres Preisniveau. Deshalb ist das vorrangige Ziel der Geldpolitik nicht etwa ein Wachstumsziel, sondern die Gewährleistung der Preisstabilität, denn auf letztere hat eine Zentralbank langfristig auch effektiv einen Einfluss.

Auslastung der Wirtschaft: Die Wirkung geldpolitischer Massnahmen auf die Inflation hängt von der Auslastung der Wirtschaft und damit der Konjunktur ab. In einer Rezession kann eine Zentralbank die Zinsen senken und damit die Nachfrage stimulieren, ohne dass die Preise unmittelbar auf breiter Front zu steigen beginnen. Denn bei unterausgelasteter Wirtschaft – d. h. hohe Arbeitslosigkeit, leere Auftragsbücher der Unternehmen und unterausgelastete Produktionskapazitäten – ist der Inflationsdruck klein.^[3] Wenn die Zinsen dagegen bei gut ausgelasteter Wirtschaft gesenkt werden, tendieren die Konsumentenpreise eher dazu anzusteigen.

Rolle der Erwartungen: Gut verankerte Inflationserwartungen erleichtern die Umsetzung der Geldpolitik. Wenn Haushalte und Unternehmen erwarten, dass die Zentralbank auch in Zukunft ihr vordefiniertes Inflationsziel erreichen wird, dann ist es weniger wahrscheinlich, dass Konsumenten und Unternehmen reagieren, wenn die Teuerung vorübergehend über dieses Niveau klettert (z. B. aufgrund eines Ölpreisanstiegs) oder kurzzeitig darunterfällt (z. B. aufgrund einer Rezession). Bleiben die Inflationserwartungen stabil, ist es für eine Zentralbank somit einfacher, die Inflation trotz temporärer Schwankungen unter Kontrolle zu halten.

Der geldpolitische Entscheidungsprozess

Eine Zentralbank trifft ihre geldpolitischen Entscheide nicht im luftleeren Raum, sondern reagiert damit auf die Entwicklungen in der Wirtschaft. Dies kommt in Schema 2 zum Ausdruck:



Schema 2: Stilisierter geldpolitischer Entscheidungsprozess einer Zentralbank

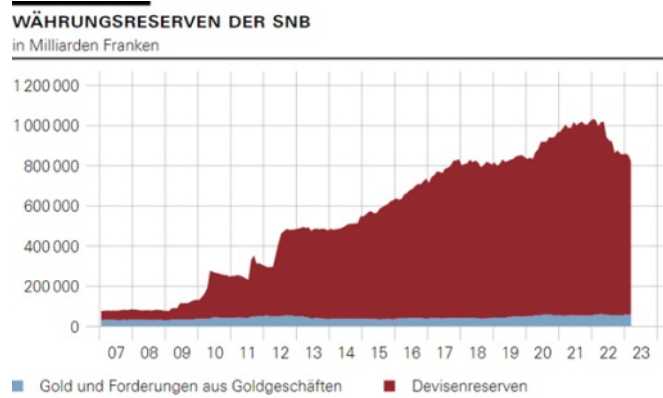
Die Zentralbank beobachtet die Konjunktur- und Teuerungsentwicklung im In- und Ausland, erstellt Inflations- und Konjunkturprognosen, vergleicht die Entwicklung mit ihren Zielen – und reagiert dann entsprechend mit einem geldpolitischen Entscheid, in der Regel einem Leitzinsentscheid.

Wenn die Zentralbank bei der Inflations- und Konjunkturentwicklung deutliche Abweichungen von ihren Zielen feststellt, nimmt sie entsprechend geldpolitische Anpassungen vor. Bei Überhitzungsgefahr tritt sie auf die Bremse, indem sie den Leitzins erhöht, um einem ungewollt hohen Anstieg der Inflation und einer Überhitzung der Konjunktur vorzubeugen. Bei Rezessionsgefahr tritt sie hingegen auf das Gaspedal, indem sie den Leitzins senkt, um eine ungewollt tiefe Inflation und ein Abgleiten der Konjunktur in eine Rezession zu vermeiden. Letztlich geht es um ein ständiges Ausbalancieren, verbunden mit dem Ziel, Konjunktur und Inflation vor heftigen Ausschlägen zu bewahren. Dadurch erfüllt die Zentralbank ihren Auftrag; sie gewährleistet die Preisstabilität und berücksichtigt dabei die konjunkturelle Entwicklung.

Unkonventionelle Geldpolitik

Die Steuerung der Kurzfristzinsen gestaltet sich in einem Umfeld, in dem die kurzfristigen Zinsen bereits sehr tief sind, schwierig, denn der Zins kann nicht beliebig tief gesenkt werden. Bei tief negativen Zinsen weichen Unternehmen und Haushalte auf Bargeld, das einen Zins von null hat, aus. Allerdings sind leicht negative Zinsen möglich.^[4]

In einem solchen Umfeld kann die Zentralbank die Geldpolitik weiter lockern, indem sie versucht, neben den kurzfristigen auch die langfristigen Zinssätze sowie den Wechselkurs direkt zu beeinflussen (vgl. Schema 1). Auch bei tiefen Geldmarktzinsen verfügt eine Zentralbank somit über Instrumente, um ihre Ziele zu erreichen. Wir sprechen in diesem Zusammenhang von unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen. Zum einen kann die Zentralbank direkt an den Kapitalmärkten länger laufende Vermögensanlagen wie etwa Staatsanleihen erwerben und damit die Langfristzinsen senken. Zum anderen kann sie mittels sogenannter Devisenmarktinterventionen Fremdwährungen kaufen und damit über den Wechselkurskanal die Inflation beeinflussen.



Quelle: SNB
Abbildung 4: Entwicklung der Währungsreserven der Schweizerischen Nationalbank, aufgeteilt in Gold und Forderungen aus Goldgeschäften sowie Devisenreserven.

Zudem kann die Zentralbank die Erwartungen der Märkte und des Publikums über die künftige Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze beeinflussen, und zwar indem sie ankündigt, den Leitzins auf längere Sicht tief zu halten. Sofern diese Ankündigung von der Bevölkerung und den Finanzmärkten als glaubwürdig wahrgenommen wird, hat dies einen Effekt auf die langfristigen Zinsen.

Unkonventionelle geldpolitische Massnahmen in der Schweiz

Nach dem Ausbruch der Schuldenkrise im Euroraum 2010 wertete sich der Franken rasch und stetig auf, da ihn viele Investoren im Gegensatz zu anderen Währungen als «sicheren Hafen» betrachteten. Um dieser Entwicklung entgegenzuwirken, legte die SNB im September 2011 einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest. Auf diese Weise stützte sie die heimische Wirtschaft und sorgte letztlich für Preisstabilität.

Die SNB hob den Mindestkurs im Januar 2015 auf und führte zeitgleich einen Negativzins ein. Ab da mussten Banken und andere Finanzinstitute einen Zins von $-0,75\%$ dafür bezahlen, ihr Geld bei der Zentralbank zu halten. Ziel dieser Massnahme war es, eine allzu starke Aufwertung des Frankens zu verhindern, indem man diesen gegenüber anderen Währungen unattraktiver macht. Die gleiche Absicht verfolgte die SNB mit ihren Devisenmarktinterventionen, bei denen sie bei Bedarf Fremdwährungen gegen Franken kaufte.

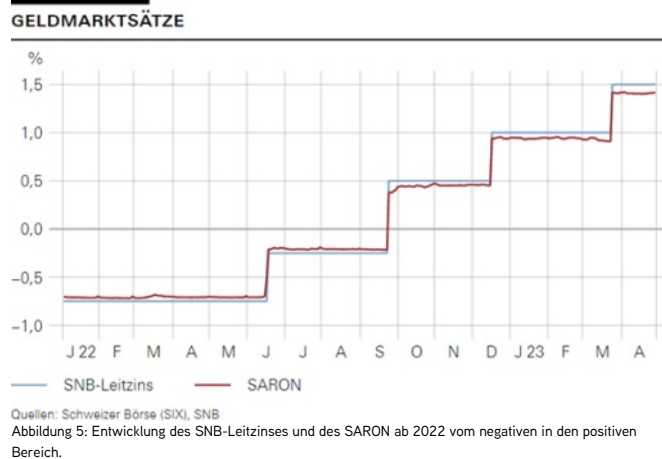
Situation heute

Die wirtschaftliche Erholung nach der Covid-19-Pandemie und der Krieg in der Ukraine haben die Inflation weltweit stark ansteigen lassen. Das hat die Ausgangslage für die Geldpolitik grundlegend verändert.

Im Juni 2022 erhöhte die Nationalbank ihren Leitzins zunächst auf $-0,25\%$ und im darauffolgenden September dann auf $0,5\%$. Damit lag der SNB-Leitzins erstmals seit fast acht Jahren wieder im positiven Bereich. Im Dezember 2022 und im März 2023 straffte die Nationalbank ihre Geldpolitik weiter und erhöhte den Leitzins bis auf $1,5\%$.

Mit den Zinserhöhungen will die SNB dem gestiegenen Inflationsdruck entgegenwirken. Zudem passte sie die Umsetzung ihrer Geldpolitik an das Umfeld positiver Zinsen an. Neben dem festgelegten Leitzins kann die Nationalbank bei Bedarf auch mit zusätzlichen geldpolitischen Massnahmen den Wechselkurs oder das Zinsniveau beeinflussen. Zu diesen Massnahmen zählen unter anderem die Käufe und Verkäufe von Fremdwährungen im Rahmen der Devisenmarktinterventionen. Dies ermöglicht es der SNB, weiterhin für angemessene monetäre Bedingungen zu sorgen.

Für das aktuelle Niveau des SNB-Leitzinses siehe [Aktuelle Zinssätze und Devisenkurse](#) auf der Website der Schweizerischen Nationalbank (SNB).



Fussnoten:

^[1] Die Schweizerische Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr gleich. Mit dieser Definition trägt die Nationalbank dem Umstand Rechnung, dass sie die Inflation nicht exakt steuern kann und die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung die effektive Teuerung tendenziell leicht überzeichnet. Der Landesindex der Konsumentenpreise misst die Preisentwicklung der für die privaten Haushalte bedeutsamen Waren und Dienstleistungen; er wird monatlich vom Bundesamt für Statistik berechnet.

^[2] Die Entwicklung der Langfristzinsen hängt grundlegend auch von den Erwartungen der Marktteilnehmer ab. Gehen diese für die kommenden Jahre von einem Konjunkturaufschwung (bis hin zum Boom) aus, steigen die langfristigen Zinsen normalerweise an. Wird dagegen eine schwächere Konjunktur (bis hin zur Depression) erwartet, sinken die Zinsen in der langen Frist.

^[3] Eine Ausnahme davon bildet die sogenannte Stagflation – eine Situation, in der wirtschaftliche Stagnation (stockende Wirtschaftstätigkeit, unterausgelastete Kapazitäten, hohe Arbeitslosigkeit) und steigende Preise (Inflation) gleichzeitig auftreten. Auslöser von Stagflationen sind in der Regel Kriege oder Ölschocks.

^[4] Die Haltung grosser Bargeldbestände ist mit Kosten verbunden; insbesondere sind Sicherheitsaspekte zu berücksichtigen.