

---

Auf lange Sicht

# Passt der geldpolitische Auftrag der SNB?

Wir müssen reden – über die Effizienz der schweizerischen Geldpolitik: der fünfte und letzte Teil unserer grossen Serie.

Von Daniel Kaufmann (Analyse) und [Simon Schmid](#) (Bearbeitung), 22.10.2018

Die Schweiz ist bekanntlich ein Sonderfall. Hier mögen die Leute Rivella, sie streuen Aromat auf ihren Wurst-Käse-Salat und sind stolz auf ihre stabile Währung: darauf, dass ein Franken noch immer ein Franken ist und bleibt.

Um diese Stabilität und ihre Folgen für die Schweizerische Nationalbank (SNB) geht es im heutigen, letzten Beitrag unserer Serie über Geldpolitik.

Zur Erinnerung: Wir haben in den letzten vier Artikeln dargestellt, dass erstens die Inflation in den letzten Jahren so tief und stabil war wie selten; dass zweitens diese tiefe Inflation ein wichtiger Grund für die gesunkenen Zinsen ist; dass drittens die Politik der SNB die Krise gelindert hat und dass viertens die Zentralbanken, wenn man es international vergleicht, doch einen gewichtigen Einfluss darauf nehmen, wie sich die Inflation in einem Land langfristig entwickelt.

Zum Abschluss fokussieren wir also auf die Schweiz. Und besprechen das Dilemma, in dem die SNB mit ihrer geldpolitischen Strategie steckt.

## Der kleine Spielraum der hiesigen Geldpolitik

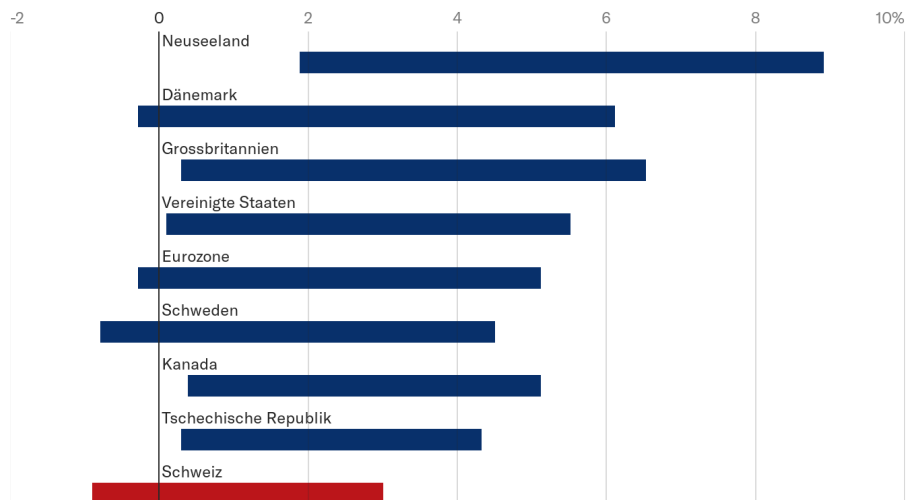
Zum Einstieg schauen wir uns die kurzfristigen Zinsen an. Das sind Zinsen für kurzfristige Kredite, typischerweise über drei Monate. Zentralbanken kommunizieren ihre Politik üblicherweise anhand solcher Kurzfristzinsen.

Die nachfolgende Grafik zeigt an, wie sich diese Zinsen seit der Finanzkrise entwickelt haben, und zwar in neun Ländern beziehungsweise Währungsräumen. Dargestellt ist jeweils die maximale Spannweite: vom Höchststand der Zinsen vor der Finanzkrise bis zum Tiefststand nach der Krise.

Man sieht, dass die Kurzfristzinsen überall deutlich sanken. Die grösste Differenz verzeichnete Neuseeland: Hier sanken sie um 7 Prozentpunkte von 8,9 auf 1,9 Prozent. Die kleinste Zinsspannweite trat in der Schweiz auf: Hier sanken die Kurzfristzinsen um 3,9 Prozentpunkte von 3 auf -0,9 Prozent.

## Enge Zinsverhältnisse in der Schweiz

Spannweite der Kurzfristzinsen über die Finanzkrise



Quelle: [OECD](#). Abgebildet für jedes Land sind die maximalen Monatswerte der Kurzfristzinsen vor der Krise sowie die minimalen Monatswerte im Nachgang zur Krise. *Lesebeispiel: In Dänemark stiegen die Zinsen vor der Finanzkrise bis auf 6,1 Prozent. Danach fielen sie bis auf -0,3 Prozent. Die Spannweite der Kurzfristzinsen lag in Dänemark damit bei 6,4 Prozent.*

Währungsraum	Min / Max	Spannweite
Neuseeland	1,9 / 8,9	7,0
Dänemark	-0,3 / 6,1	6,4
Grossbritannien	0,3 / 6,5	6,2
USA	0,1 / 5,5	5,4
Eurozone	-0,3 / 5,1	5,4
Schweden	-0,8 / 4,5	5,3
Kanada	0,4 / 5,1	4,7
Tschech. Republik	0,3 / 4,2	4,0
<b>Schweiz</b>	<b>-0,9 / 3,0</b>	<b>3,8</b>

Was bedeutet es, wenn die Zinsspannweite in einem Land gross ist? Was bedeutet es, wenn die Spannweite klein ist, wie etwa im Fall der Schweiz? Und: Warum unterscheidet sich dies überhaupt von Land zu Land?

Die gemeinsame Antwort zu all diesen Fragen hat mit der Inflation zu tun. Sie lautet: Je tiefer und stabiler die Teuerung in einem Land ist, desto tiefer sind im langjährigen Mittel auch die Zinsen. Und desto kleiner ist der Spielraum einer Zentralbank, um diese in einer Krise nach unten zu drücken.

Und: Umso spektakulärer sind die geldpolitischen Nebenwirkungen, wenn es tatsächlich zu einer Finanzkrise kommt – so wie vor zehn Jahren.

## Zinsen und Aufwertungsschübe

Über das tiefere Inflationsziel der Schweizerischen Nationalbank haben wir in Teil vier bereits gesprochen: Es liegt bei 0 bis 2 Prozent in der mittleren Frist. In vielen anderen Industrieländern liegt das Ziel bei 2 Prozent, also 1 Prozentpunkt über jenem der Schweiz. Allein schon wegen dieses Unter-

schieds ist zu erwarten, dass die Leitzinsen in der Schweiz im Mittel etwas tiefer liegen – nämlich ebenfalls rund 1 Prozentpunkt.

Zudem profitiert die Schweiz von einem sogenannten Zinsbonus. Hiesige Schuldner und Banken müssen ihren Gläubigern und Depositären niedrigere Zinsen zahlen, weil diese ihr Geld gerne in Franken anlegen. Der Zinsbonus wird meist der stabilen politischen Situation im Land zugeschrieben.

Das Zinsniveau ist also gleich aus zwei Gründen in der Schweiz tiefer als im Ausland. Dies ist Fluch und Segen. Auf der einen Seite sind die tiefen Zinsen Ausdruck des stabilen politischen Umfelds; die Schweiz kann sich günstig verschulden. Andererseits schränken sie aber den Spielraum der SNB für konventionelle geldpolitische Massnahmen, also für Zinssenkungen, ein. Denn die Zinsen können, solange es Bargeld gibt, nicht beliebig unter null fallen.

Dieser beschränkte geldpolitische Spielraum ist ein wichtiger Grund, warum der Franken in globalen Rezessionen aufwertet: Senken die meisten Länder ihre Kurzfristzinsen gleichzeitig gegen null, so verkleinert sich aufgrund der Nullzinsgrenze die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und dem Ausland. Dies macht den Franken vergleichsweise attraktiver: Die Schweizer Währung wertet stärker auf, als es in einer Krise ohnehin der Fall wäre.

Die Nationalbank kann dieser Dynamik entweder passiv begegnen und zusehen, wie die Schweiz in eine Rezession schlittert und es zu einer Preisdeflation kommt. Oder sie kann ihr aktiv entgegenwirken, indem sie das Geldangebot ausweitet und einen Teil der Anlagegelder aufsaugt. Entschliesst sie sich für die zweite Variante, so wächst ihre Bilanz. Die Nationalbank kauft Euros oder Dollars und gibt dafür Franken aus.

Der entscheidende Punkt wird dabei allerdings vielfach übersehen. Nämlich der, dass der Aufwertungsdruck auf den Franken teilweise hausgemacht ist. Das tiefe Inflationsziel verkleinert den Zinssenkungsspielraum der Nationalbank und fördert somit Aufwertungsschübe in Krisenzeiten. So gesehen ist die Frankenstärke nicht einfach auf exogene Faktoren zurückzuführen, sondern hängt mit dem geldpolitischen Auftrag der Nationalbank zusammen.

## **Kleiner Spielraum = grosse Bilanzausweitung**

Mit anderen Worten: Es gibt einen Zusammenhang zwischen der hiesigen Definition der Preisstabilität und den massiven Interventionen der SNB am Devisenmarkt beziehungsweise dem Wachstum der Franken-Geldmenge.

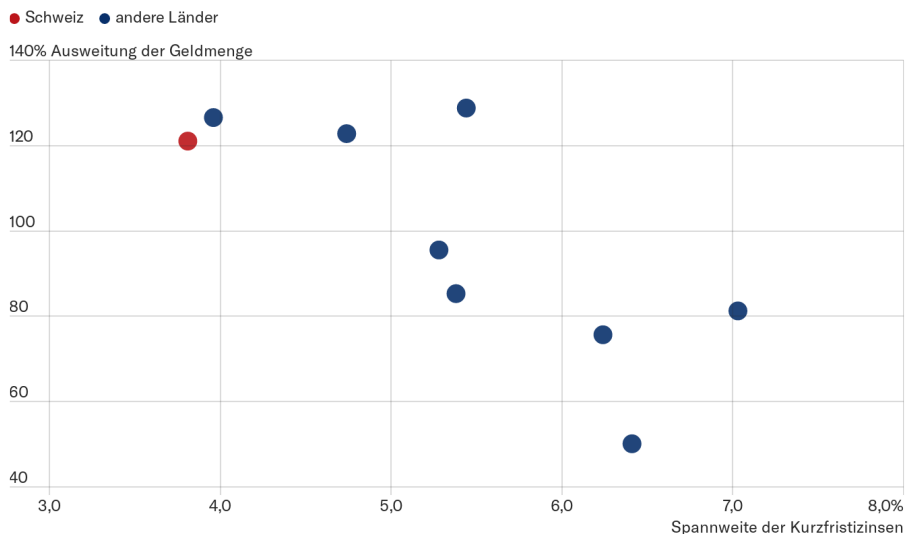
Wir können diesen Zusammenhang zeigen, indem wir wiederum diverse Länder beziehungsweise Währungsräume miteinander vergleichen. Die folgende Grafik zeigt auf der horizontalen Achse, wie stark die Kurzfristzinsen in der Finanzkrise gefallen sind – es handelt sich um dieselbe Angabe wie oben. Auf der vertikalen Achse ist abgebildet, wie stark die Geldmenge in einem Land im Nachgang zur Krise, also bis zum Jahr 2016, ausgeweitet wurde.

Man sieht, dass die Schweiz zusammen mit der Tschechischen Republik ganz oben links platziert ist. Beiden Ländern ist gemeinsam, dass der Zinssenkungsspielraum relativ klein war. In beiden Ländern kam es in der Folge zu einem bedeutenden Wachstum der Geldmenge.

In den Vereinigten Staaten oder in Grossbritannien war der Spielraum bei den Leitzinsen dagegen grösser. Und die Geldmenge wuchs weniger stark.

### In der Schweiz wuchs die Geldmenge stark

Spannweite der Kurzfristzinsen und Geldmengenwachstum in der Krise



Lesehinweis: Fahren Sie mit dem Mauszeiger über die Punkte, um zu den einzelnen Ländern die genauen Zahlen zu erhalten. Quelle: [OECD](#). Die Zinssenkung (horizontale Achse) ist die Differenz zwischen den höchsten Kurzfristzinsen vor der Krise und den tiefsten Kurzfristzinsen nach der Krise. Die Ausweitung der Geldmenge M1 (vertikale Achse) ist in Prozenten über den Zeitraum von 2007 bis 2016 berechnet. Lesebeispiel: In der Schweiz sanken die Kurzfristzinsen um 3,8 Prozent, die Geldmenge dehnte sich um 121 Prozent aus.

Wichtig an dieser Analyse ist: Es geht hier nicht um die Effektivität der Geldpolitik. Wir erinnern uns an Teil drei der Serie: Sowohl die Schweiz als auch die Tschechische Republik sind in der Krise realwirtschaftlich relativ gut gefahren, und auch die Inflation blieb in beiden Ländern im Rahmen.

Es geht um die Effizienz. Also darum, wie stark die Geldmenge in einem Land wachsen muss, damit Preisstabilität gewährleistet ist und die Realwirtschaft vor einer schweren Krise bewahrt wird. Zur Frage nach der Effizienz gehören auch die Negativzinsen. 2015 senkte die SNB den Leitzins von 0 auf  $-0,75$  Prozent, was in der Finanzwelt teils auf grosse Kritik stiess.

Man könnte argumentieren: *Tant pis* – die SNB musste diesen Schritt tun, um den geldpolitischen Spielraum zumindest ein bisschen zu vergrössern. Hätte sie auf Negativzinsen verzichtet, wäre ihre Bilanz noch stärker gewachsen.

Besser ist aber zu fragen, ob es nicht Alternativen gäbe, die Geldpolitik zu lockern – ohne Negativzinsen oder eine so starke Bilanzausweitung.

### Alles hängt von der Glaubwürdigkeit ab

Gäbe es also effizientere Optionen? Im Prinzip: Ja. Doch es kommt darauf an, wie glaubwürdig die Massnahmen wären. Und um dies einzuschätzen, müssen wir zwei Arten von unkonventionellen Massnahmen unterscheiden.

**In die erste Kategorie** fallen Bilanzverlängerungen, die durch Käufe von langfristigen Anleihen (*quantitative easing*) oder ausländischen Devisen entstehen. Die Idee ist, dass eine Zentralbank mit diesen Käufen Korrekturen anbringen kann, wenn es an den Finanzmärkten Verzerrungen gibt – sei es, weil gewisse Investoren nur in gewisse Anlagekategorien investieren

(zum Beispiel dürfen Pensionskassen nur in Anlagen mit geringem Risiko investieren), sei es, weil Investoren Schutz in einer Wahrung suchen.

**Die zweite Kategorie** von Massnahmen soll die Erwartungen des Publikums bezuglich der künftigen Geldpolitik beeinflussen. Eine Zentralbank kann zum Beispiel versprechen, ein bestimmtes Wechselkursziel zu verfolgen und damit eine höhere Inflation anzustreben. Oder sie kann versprechen, die Zinsen künftig tiefer zu halten und eine höhere Inflation in Kauf zu nehmen (*forward guidance*). Beides läuft auf eine expansivere Geldpolitik hinaus.

Glaubt das Publikum dem Versprechen, so sinken die Erwartungen bezüglich des künftigen Leitzinsniveaus, während die erwartete Inflation steigt. Der Clou daran ist: Die neuen Erwartungen führen unmittelbar zu tieferen realen Langfristzinsen. Die Kreditkonditionen für Unternehmen werden gelockert. Zudem sollte sich die Wahrung des Landes schlagartig abwerten.

Anders ausgedrückt: Ist die Ankündigung glaubwürdig, werden die Transaktionen von den Finanzmarktteilnehmern selbst getätigt; die Zentralbank selbst muss nicht intervenieren. Massnahmen der zweiten Kategorie können ihre Wirkung also mit weniger Mitteleinsatz entfalten. Glauben die Finanzmarktteilnehmer dagegen nicht, dass die Zentralbank ihr Versprechen halten wird, verpufft die Ankündigung – und die Zentralbank muss den Worten Taten folgen lassen (etwa mithilfe von Interventionen am Markt).

## Vier Beispiele zur Glaubwürdigkeit

Wir können diese Tatsache anhand von vier Beispielen illustrieren.

**An der Schweiz:** Die Nationalbank hat 2011 angekündigt, einen Mindestkurs gegenüber dem Euro einzuführen, und versprochen, falls nötig unbeschränkt Devisen zu kaufen. Die mangelnde Glaubwürdigkeit dieser Ankündigung ist ein Grund, warum sich der Mindestkurs nicht ewig halten liess.

Dies liegt auch an den unterschiedlichen Inflationszielen: Jenes der SNB ist ungefähr einen Prozentpunkt tiefer als jenes der Europäischen Zentralbank (EZB). Der Franken muss deshalb langfristig gegenüber dem Euro aufwerten. Eine Wechselkursuntergrenze zum Euro ist daher letztlich nicht vereinbar mit dem geldpolitischen Auftrag der Schweizerischen Nationalbank.

**An Dänemark:** Dort hat sich gezeigt, dass es durchaus möglich ist, ein fixes Wechselkursziel zu verteidigen, wenn dieses mit dem geldpolitischen Auftrag vereinbar ist. Die Dänische Nationalbank (DNB) hält seit 1982 an einem fixen Wechselkurs der Krone zum Euro fest. Sie akzeptiert damit für Dänemark auch das Inflationsziel der EZB von knapp 2 Prozent.

**An Tschechien:** Die Tschechische Nationalbank (CNB) hat im November 2013 ein symmetrisches Wechselkursziel eingeführt: 27 Kronen pro Euro. Zwar musste auch die CNB stark an den Finanzmärkten intervenieren. Doch die CNB konnte 2017 ohne grosse Verwerfungen aus dieser Politik aussteigen. Der Grund: Tschechiens Inflationsziel ist ungefähr dasselbe wie jenes der EZB. Inzwischen hat die expansive Geldpolitik ihre Wirkung entfaltet, und die Tschechische Nationalbank ist wieder daran, die Zinsen anzuheben.

**An der Geschichte:** 1978 hatte die Nationalbank bereits einen Mindestkurs eingeführt – gegenüber der Deutschen Mark. Sie konnte diesen mit weniger Interventionen verteidigen, weil die Deutsche Bundesbank grundsätzlich

eine ähnliche Inflationsaversion aufwies wie die SNB und weil die Inflationsraten der beiden Länder im Mittel praktisch identisch waren. Ein fixer Wechselkurs zur Deutschen Mark war langfristig glaubwürdiger als ein solcher heute zum Euro.

## Fazit

Die SNB hat in den letzten Jahren eine spektakuläre Geldpolitik geführt: Sie hat Negativzinsen eingeführt und ihre Bilanz massiv ausgeweitet.

Zurückzuführen ist dies auf mehrere Dinge: auf das Tiefzinsumfeld, auf die fehlende Traktion der Geldpolitik in der Krise – und auf den geldpolitischen Auftrag der Nationalbank selbst. Sprich, auf das niedrige Inflationsziel.

Wäre es sinnvoll, wenn die SNB ein neues, höheres Inflationsziel anstreben würde? Man kann dazu geteilter Meinung sein. Auf der einen Seite ist das tiefe Preisstabilitätsziel sehr positiv, wie wir in Teil eins dieser Serie gesehen haben, weil es für tiefe und stabile Inflationsraten sorgt.

Andererseits führt das tiefe Inflationsziel im aktuellen Umfeld zu einer einseitigen Reaktionsfähigkeit. Es ist für die SNB viel schwieriger, eine Deflation zu vermeiden, als die Inflation zu bekämpfen. Die grosse Bilanz der SNB im Vergleich zum Ausland ist letztlich Ausdruck dieser Asymmetrie.

Vor zwei Jahren verabschiedete der Bundesrat einen Bericht zur Geldpolitik. Darin wird argumentiert, dass «sich das geldpolitische Konzept der SNB bewährt hat, auch in schwierigen Situationen wie seit der globalen Finanzkrise von 2007 bis 2009». Zudem verfüge die Nationalbank «über alle notwendigen Instrumente für die Erfüllung ihres Mandats, namentlich die Gewährleistung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der Konjunktur».

Es stimmt schon: Die Nationalbank hat ihr Mandat grosso modo erfüllt. Doch der Einsatz dafür war enorm. Vor diesem Hintergrund sollte die Politik den Sonderfall SNB doch einmal hinterfragen. Und sich die Frage stellen, ob in der nächsten Krise der geldpolitische Spielraum etwas grösser sein sollte

---

## Der Autor

Daniel Kaufmann ist Assistenzprofessor für angewandte Makroökonomie an der Universität von Neuenburg und hält eine Forschungsprofessur an der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich. Seine Forschung fokussiert auf Geldpolitik in offenen Volkswirtschaften und Inflationsmessung mit historischen Daten. In der Vergangenheit arbeitete er für die Schweizerische Nationalbank und unterrichtete an der Universität Bern und am Studienzentrum Gerzensee.

---

## Was verändert sich auf die lange Sicht

Haben Sie Anregungen zu unseren Datenbeiträgen? Wünschen Sie sich bestimmte Themen? Diskutieren Sie im Forum der Rubrik «Auf lange Sicht».