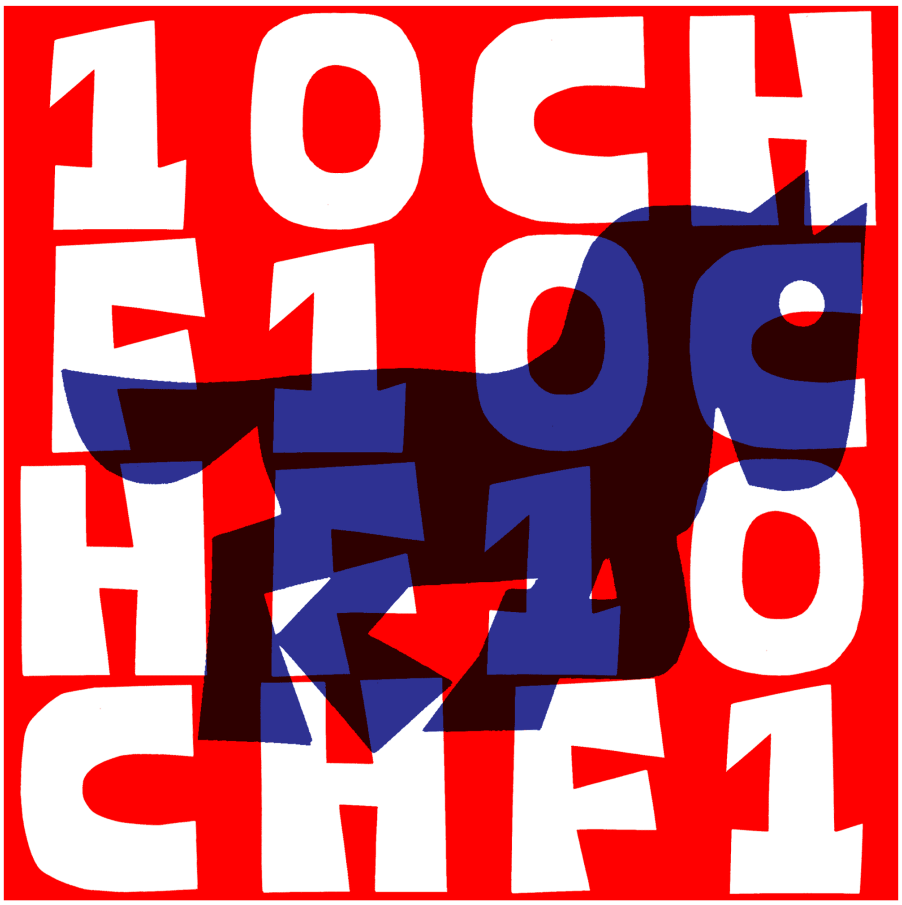
Brrrrr ...!

Was passiert genau in der Wirtschaft, wenn die Nationalbank die Zinsen erhöht und damit die Zügel anzieht? Ein Erklärtext zur aktuellen Geldpolitik.

Von Simon Schmid (Text) und Adam Higton (Illustration), 04.10.2022



Transmissionsmechanismus.

Falls Ihnen dieser Begriff nichts sagt, dann sind Sie hier genau richtig.

Falls schon: Haben Sie sich mal gefragt, wie dieser Mechanismus eigentlich läuft – jetzt, da die Ära der Negativzinsen vorbei ist und die Geldpolitik in der Schweiz (fast) wieder so funktioniert wie in der Zeit davor?

Aufsatteln, bitte!

Am 22. September hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine Medienkonferenz abgehalten und dabei verkündet, dass sie den Leitzins vom negativen in den positiven Bereich erhöht: von –0,25 Prozent auf 0,5-Prozent und damit auf einen so hohen Satz wie schon lange nicht mehr.

Ein solcher Schritt setzt in der Wirtschaft einiges in Bewegung.

Was genau?

Eine beliebte Metapher für die Geldpolitik ist das Auto. Eine Notenbank senkt die Zinsen: Sie «gibt Gas». Oder sie hebt die Zinsen an: Sie «bremst».

Dieses Bild ist einigermassen hilfreich, wenn man sich die Wirtschaft als mechanisches Gebilde vorstellt. Eine bestimmte Aktion – «den Fuss vom Gas nehmen und auf die Bremse treten» – zieht dann ganz bestimmte Folgen nach sich. So beinhaltet der Transmissionsmechanismus des Bremsens ...

1. ... den Motor: Er dreht weniger schnell.
2. ... die Bremsscheiben: Hier entsteht Reibung.
3. ... das ganze Auto: Es wird langsamer.

Doch die Wirtschaft ist kein Auto. Sondern, wenn überhaupt, dann eher eine Herde von wilden Pferden: ein Kollektiv, das da und dort vielleicht schon auf Kommandos hört («Hüa!», «Brrrrr!»), aber dessen Verhalten doch schwer vorhersehbar ist. Vielleicht galoppieren die Pferde los, vielleicht nicht.

Und damit sind wir schon mitten im Thema.

1. Die Nationalbank hebt den Leitzins

Die Nationalbank hat also den Leitzins angehoben: um 0,75 Prozentpunkte. Das ist eine geldpolitische Straffung. Um im Bild zu bleiben (und eine weitere beliebte Floskel zu gebrauchen): Die SNB hat die Zügel angezogen.

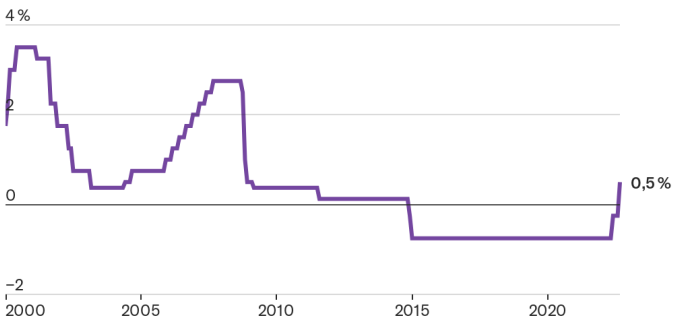
Indirekt betrifft das in der Volkswirtschaft wie gesagt sehr viele Akteure.

Doch effektiv merkt in einem ersten Schritt nur eine spezielle Gruppe etwas davon: die Teilnehmerinnen am sogenannten Geldmarkt. Das ist der Markt für kurzfristige Kredite mit einer Rückzahlfrist von Tagen oder Monaten, an dem neben der Nationalbank primär Banken und grosse Unternehmen handeln.

Die Nationalbank dominiert diesen Markt beziehungsweise den Teil davon, der in Schweizer Franken abgewickelt wird. Dies, indem sie den sogenannten Leitzins festsetzt: den Zins, den Banken erhalten, wenn sie Geld auf einem SNB-Konto deponieren (bis vor kurzem mussten sie einen Zins bezahlen).

Es geht wieder über null

SNB-Leitzins



Bis Mai 2019: Mittelpunkt des Zielbands beim 3-Monats-Libor. Danach: SNB-Leitzins.
Quelle: SNB

Setzt die Nationalbank einen Leitzins von 0,5 Prozent fest, so gilt dieser Zins vereinfacht gesagt auch für alle anderen Transaktionen am Geldmarkt. Jede Teilnehmerin – sei es eine Bank oder eine Firma – die einen kurzfristigen Kredit erhalten will, muss bereit sein, mindestens 0,5 Prozent dafür zu bezahlen. Andernfalls wäre es aus Sicht der Kreditgeberin lukrativer, das Geld nicht zu verleihen, sondern einfach bei der SNB zu deponieren.

Wie gesagt: Ganz direkt betrifft eine Leitzinsänderung nicht viele Akteure. Doch indirekt setzt sie eine ganze Kette von Ereignissen in Bewegung.

2. Der Finanzmarkt reagiert

Ein Schauplatz, an dem sich diese Ereignisse abspielen, ist der Finanzmarkt.

Leitzinsanpassungen haben typischerweise zur Folge, dass sich auch die langfristigen Zinsen verändern. Also zum Beispiel die Zinsen, zu denen sich Staaten verschulden können. Sie werden auch Anleihenrenditen genannt.

Allgemein gilt: Steigt der Leitzins, so steigen auch die langfristigen Zinsen. Das ergibt Sinn, denn ein langfristiger Kredit entspricht in gewisser Weise einem kurzfristigen Kredit, der immer und immer wieder erneuert wird.

Als die Nationalbank vergangene Woche aber den Leitzins anhob, passierte mit den langfristigen Zinsen – gar nichts. Eidgenössische Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit bewegten sich an jenem Tag fast nicht von der Stelle.

Warum?

Wegen der Erwartungen.

Das Nervenzentrum der Wirtschaft – der Finanzmarkt – hat bereits seit einiger Zeit damit gerechnet, dass die Nationalbank früher oder später so etwas wie «Brrrrr!» rufen würde: ein Kommando, um die Wirtschaft zu verlangsamen. Und er hat deshalb vorsorglich bereits reagiert: Die Kosten, sich langfristig zu verschulden, sind schon Anfang 2022 gestiegen.

Geld aufnehmen ist nicht mehr gratis

Rendite auf 10-jährige eidgenössische Anleihen

Quelle: investing.com

Als die SNB am 22. September dann tatsächlich «Brrrrr!» rief, entsprach dies etwa dem, was Finanzmarktteilnehmer weltweit antizipiert hatten.

3. Die Währung wird stärker

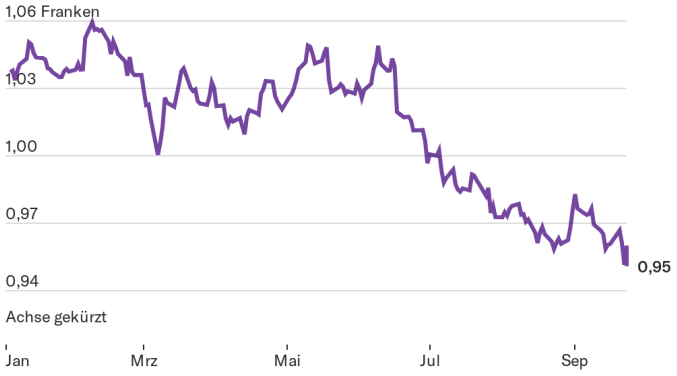
Aber nicht ganz. Denn an jenem Tag veränderte sich noch etwas anderes: Der Franken wurde schwächer. Das ist zwar etwas unlogisch, da Währungen normalerweise stärker werden, wenn eine Notenbank die Zinsen erhöht.

Doch an diesem spezifischen Tag hatten die Finanzmärkte eben eine noch deutlichere Zinserhöhung erwartet: +1 statt nur +0,75 Prozentpunkte. Sie hatten gedacht, die SNB würde am 22. September nicht «Brrrrr!», sondern «BRRRRR!» rufen. Diese falsche Erwartung wurde in der Folge korrigiert.

Sieht man von dieser Kuriosität ab und blickt stattdessen auf den Kursverlauf der letzten sechs Monate, so erkennt man einen deutlichen Trend. Und dieser Trend steht auch ganz im Einklang mit der Theorie: Der Franken ist stärker geworden. Seit Juni hat er etwa zum Euro rund 7 Prozent zugelegt.

Die Schweizer Währung ist stärker geworden

Eurokurs in Franken



Quelle: Yahoo Finance

Darin widerspiegelt sich einerseits die Tatsache, dass die Geldpolitik in der Schweiz restriktiver geworden ist. Andererseits kommt zum Ausdruck, dass der Euro zurzeit (und nicht zum ersten Mal) eine Schwächephase durchläuft.

So oder so sind solche Währungsbewegungen für Notenbanken wie die SNB sehr wichtig. So wichtig sogar, dass sie in den Wirtschaftswissenschaften eine eigene Bezeichnung haben: Wechselkurskanal.

Kanäle, über welche die Geldpolitik wirkt, gibt es übrigens mehrere. Aber dazu später. Der Wechselkurskanal funktioniert aktuell so:

- Wird die Währung stärker, so werden importierte Waren günstiger. Das dämpft in der Folge die Inflation, und zwar verhältnismässig rasch. Und das wiederum hilft einer Notenbank in Situationen wie jetzt – mit weltweit hohen Energie- und Nahrungsmittelpreisen –, ihr Hauptziel zu erreichen: Preisstabilität. Gerade für kleine, offene Volkswirtschaften wie die Schweiz ist der Wechselkurs bei der Transmission der Geldpolitik absolut zentral.
- Exportierte Waren werden im Gegenzug teurer. Dieser Aspekt ist ebenfalls wichtig, aber es dauert etwas länger, bis es sich in den Inflationszahlen niederschlägt. Wird der Franken stärker, so erhalten Exportfirmen in der Regel weniger Aufträge oder müssen eine tiefere Marge in Kauf nehmen. Beides ist schlecht fürs Geschäft. Es werden weniger

Arbeitskräfte angestellt, die Löhne in den betroffenen Branchen steigen weniger rasch.

3. Die Binnenkonjunktur kühlt sich ab

Exportfirmen sind ein wichtiger Teil der Schweizer Wirtschaft. Aber es sind nicht die einzigen Firmen, die von der Geldpolitik beeinflusst werden.

Denn steigende Zinsen bedeuten auch höhere Finanzierungskosten. Sei es ein Pharmamulti, der Kapital über eine Anleihe aufnehmen will, oder sei es ein Tante-Emma-Laden, der bei der Bank einen Kredit beantragt: Wer sich in Schweizer Franken verschulden will, wird höhere Zinskosten tragen müssen.

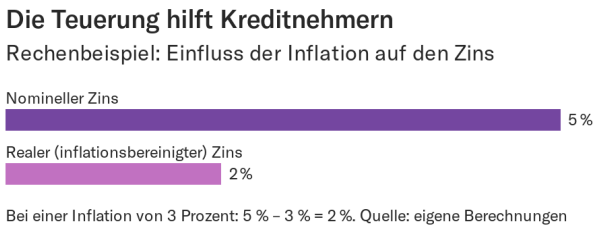
Diese Kosten sind eine ökonomische Hürde. Je höher sie ist, desto mehr Projekte werden gar nicht erst in Angriff genommen. Und das wiederum setzt eine ähnliche Dynamik in Gang, wie wir sie eben beschrieben haben: Es wird weniger investiert, es gibt weniger Umsatz für Lieferanten, weniger Ausgaben für Güter und Dienstleistungen, weniger Lohnerhöhungen, weniger Inflation.

Man nennt diesen Teil des Transmissionsmechanismus: Zinskanal.

Dieser Kanal wirkt auch nachfrageseitig. Höhere Zinsen sind ein Anreiz, mehr Geld zu sparen, statt es auszugeben. Und das wiederum bedeutet weniger Konsum. Und das wiederum weniger Umsatz für Unternehmen, weniger Lohnerhöhungen ... Sie wissen inzwischen, worauf das hinausläuft.

Wenn Sie ein Lehrbuch über Geldpolitik lesen, dann nimmt der Zinskanal dort viel Platz ein. Doch zurzeit spielt er in der Schweiz keine grosse Rolle.

Denn erstens sind die Zinsen noch immer recht tief, besonders wenn man sie real betrachtet: Eine Firma, die ihre Preise im Gleichschritt mit der allgemeinen Inflation, die momentan herrscht, um 3 Prozent anheben kann, wird mit dem jüngsten Anstieg der Finanzierungskosten kaum ein Problem haben.



Und zweitens wird kaum jemand seine Ausgaben drastisch kürzen, nur weil die Hausbank bald 0,5 Prozent statt wie bisher 0 Prozent Sparzinsen zahlt.

Für grosse Teile der Binnenwirtschaft sind die Zinserhöhungen der Nationalbank in ihrem bisherigen Ausmass deshalb nicht so einschneidend.

Doch es gibt eine Branche, in der das nicht so ist.

4. Der Immobilienmarkt wird gezähmt

Seit die Zinsen tief sind – also seit über zehn Jahren – sind Immobilien unablässig teurer geworden. Der Fall war klar: Kaufen ist günstiger als mieten.

Das hat viele Leute dazu animiert, ein Haus oder eine Wohnung zu kaufen, selbst wenn sie dazu eine ziemlich grosse Hypothek aufnehmen mussten. Und auch Pensionskassen sahen Immobilien als gute Anlagemöglichkeit.

Inzwischen ist das anders.

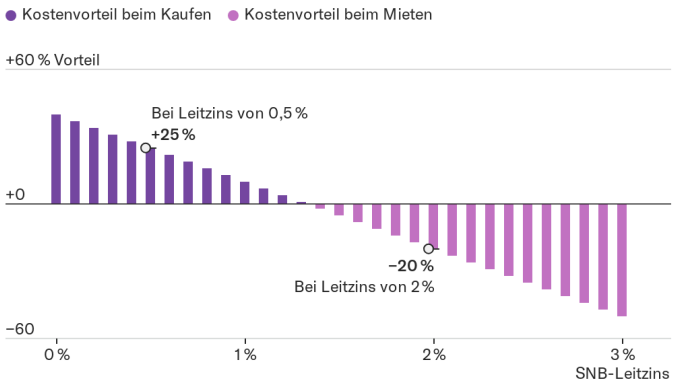
- Grossinvestoren haben wieder Alternativen. Statt in Immobilien können sie – wegen der gestiegenen Zinsen – ihr Geld mit besseren Aussichten auch wieder anders anlegen, beispielsweise in Obligationen.
- Fixhypotheken sind teurer geworden. Private Käufer können sich nicht mehr auf 10 oder 15 Jahre hinaus zu extrem günstigen Konditionen verschulden. Das ist schon seit Ende letzten Jahres so.
- Und auch sogenannte Saron-Hypotheken, die an den Leitzins gekoppelt und zuletzt sehr beliebt geworden sind, werden jetzt teurer. Das trifft jene, die bereits eine solche Hypothek haben – und jene, die es sich überlegen.

Die eiserne Regel, dass Kaufen günstiger ist als Mieten, gerät damit ins Wanken. Dies zeigt ein simples Rechenbeispiel anhand einer fiktiven Wohnung, die preislich ungefähr dem Schweizer Durchschnitt entspricht.

- Beim jetzigen Leitzins von 0,5 Prozent lohnt es sich, die Wohnung zu kaufen: Monatlicher Zins und Unterhalt sind günstiger als die Miete einer gleich grossen Wohnung.
- Bereits nach dem nächsten SNB-Zinsschritt könnte der Kostenvergleich jedoch schon ausgeglichen ausfallen.
- Und falls die SNB dereinst beschliessen sollte, den Leitzins auf 2 Prozent anzuheben, dann würde der Wohnungskauf bereits merklich höhere laufende Kosten verursachen als die Miete.

Bei höheren Zinsen wird Mieten günstiger

Vergleich der monatlichen Kosten



Lesebeispiel: Beim Leitzins von 0,5 Prozent beträgt der Kostenvorteil beim Kaufen 25 Prozent. Annahmen: Kauf einer durchschnittlichen Eigentumswohnung in der Schweiz (ca. 110 Quadratmeter im Wert von 825'000 Franken), finanziert mit 20 Prozent Eigenkapital. Die monatlichen Kosten setzen sich aus dem Saron-Zinssatz zuzüglich 1 Prozent Marge und 1 Prozent Unterhalt zusammen. Die Wertentwicklung wird als konstant angenommen. Die Monatsmiete einer solchen Wohnung beträgt zurzeit 1833 Franken. Quelle: Wüest Partner, eigene Berechnungen

Unter anderem aus diesem Grund dürften sich die Immobilienpreise nach Einschätzung vieler Experten jetzt stabilisieren. Und auch die Baukonjunktur dürfte sich abschwächen (was allerdings nicht nur an den Zinsen liegt, sondern auch an den Baukosten, die in letzter Zeit stark gestiegen sind).

Beides dämpft die Inflation und beides ist somit im Sinne der SNB.

Auch wenn man die Bremseffekte, die vom Immobilienmarkt ausgehen, nicht überschätzen sollte – für einen Immobiliencrash bräuchte es noch viel höhere Zinsen als jetzt – so illustriert dieser Markt doch gut, welche subtilen Mechanismen bei der Transmission der Geldpolitik ineinandergreifen.

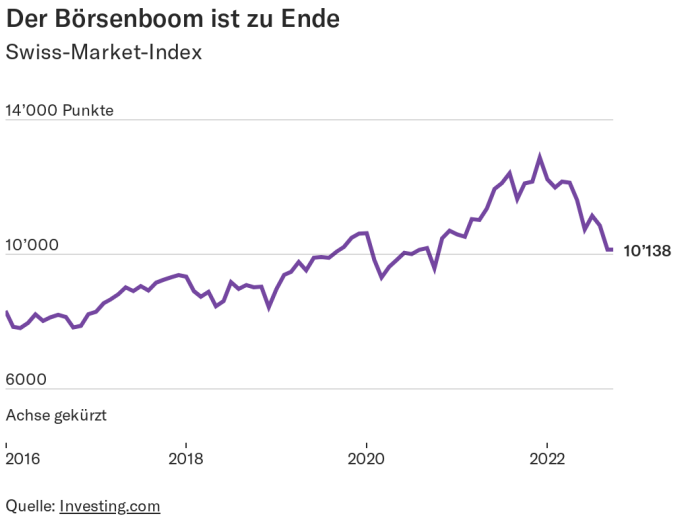
5. Vermögen ist weniger wert

Wenn Immobilien teuer sind, dann sind Immobilienbesitzer reich. Und damit in der Regel auch ausgabenfreudig. Dasselbe gilt für Aktien, für Gold und sogar für Kryptowährungen: Gewinnen diese Dinge an Wert, so nimmt auch die Bereitschaft ihrer Besitzerinnen zu, Geld auszugeben.

Diesen sogenannten Vermögenskanal hat sich die Geldpolitik in den USA, aber auch in Europa seit der Finanzkrise zunutze gemacht. Mit tiefen Zinsen hat sie dafür gesorgt, dass die Vermögenspreise nicht gefallen, sondern gestiegen sind, was wiederum der Konjunktur geholfen hat.

Auch in der Schweiz dürfte dieser Effekt in den vergangenen Jahren mitgespielt haben – wenn auch in geringerem Ausmass, da der hiesige Konsum ohnehin weniger schwankungsanfällig ist und auch die Schweizer Börse weniger krasse Ausschläge erfuhr als etwa die amerikanische.

Doch auch in der Schweiz sind die Kurse seit Ende vergangenen Jahres gefallen. Die Ersparnisse all jener, die in Schweizer Aktien investiert haben, sind damit wieder auf ihren Wert von vor zwei Jahren gefallen.



Ob das nun eine Normalisierung ist oder bereits ein Crash, sei dahingestellt. In der Tendenz wirkt der Vermögenskanal jedenfalls inflationsdämpfend.

Machen wir hier kurz einen Punkt.

Sie sehen: Die transmissionstechnische Diskussion ist bereits jetzt ziemlich kompliziert. Und es ist nicht ganz einfach, korrekt vorherzusehen, wie die einzelnen Pferde auf einen Zuruf wie «Brrrrr!» genau reagieren.

Doch es wird noch komplizierter.

6. Die Rolle externer Schocks

Denn die aktuelle Geldpolitik wird in einem Umfeld extremer Unsicherheit geführt. Man weiss nicht genau, wie fit die Wirtschaft nach der Pandemie eigentlich wieder ist. Und man weiss noch viel weniger, wie sich die globale Grosswetterlage in den kommenden Monaten und Jahren präsentieren wird.

Die Hauptfrage lautet: Geht die Inflation von selbst wieder zurück?

Diese Frage ist deshalb so wichtig, weil die jeweilige Antwort für eine Notenbank völlig unterschiedliche Konsequenzen haben kann:

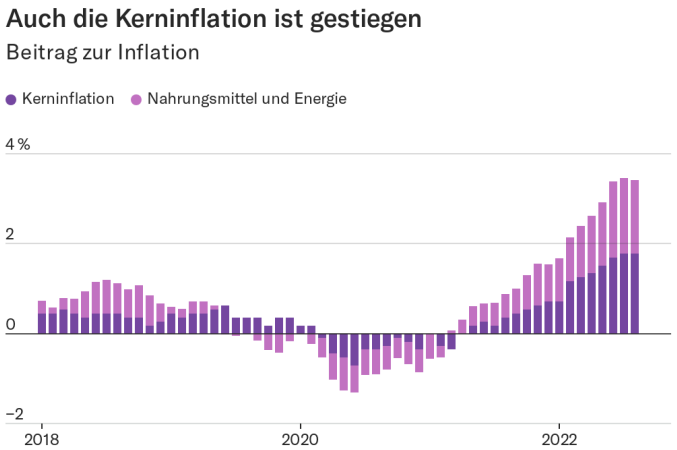
- Die beste Antwort auf einen temporären Schock ist, gar nichts zu tun (eine geldpolitische Straffung hätte nur unnötige negative Nebenwirkungen).
- Die beste Antwort auf einen permanenten Schock ist, die Geldpolitik aggressiv zu straffen (damit verhindert man zwar den wirtschaftlichen Schaden nicht, aber immerhin wahrt man die Preisstabilität).

Was tun? Beide Szenarien sind einigermassen plausibel:

- Der Schock ist temporär: Sowohl der Preis von Erdöl und Erdgas als auch die Preise für Nahrungsmittel haben ihren Höchststand überschritten und sinken wieder. Dasselbe gilt für die Kosten der weltweiten Schiffsfracht. Damit schwächen sich wichtige Inflationstreiber in naher Zukunft ab.
- Der Schock ist permanent: Der Ukrainekrieg könnte noch lange dauern, das Coronavirus bleibt ein Problem, die Dekarbonisierung kostet viel Geld, eine Ära der Deglobalisierung bricht an. All das könnte bedeuten, dass die Inflation nicht mehr zurück auf das vorherige Niveau sinkt.

Wo die Wahrheit liegt, wissen die Notenbanken natürlich auch nicht. Das Beste, was sie in dieser Situation tun können, ist, Daten zu analysieren.

Daten zur Inflation beispielsweise. Sie zeigen, dass die Teuerung inzwischen nicht nur den Nahrungsmittel- und Energiesektor betrifft, in denen starke Preisschwankungen nichts Aussergewöhnliches sind, sondern zu einem gewissen Grad auch die restliche Wirtschaft erfasst hat.



Veränderung der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat. Quelle: BFS

Das Inflationszielband der Nationalbank reicht von 0 bis 2 Prozent. Wenn nun selbst die Kerninflation – also die Teuerung ausserhalb der Energie

und Nahrungsmittel – sich der oberen Grenze annähert, ist das ein Alarmzeichen.

Und zwar aus einem Grund, dem wir bereits begegnet sind: den Erwartungen.

7. Der geldpolitische Zyklus

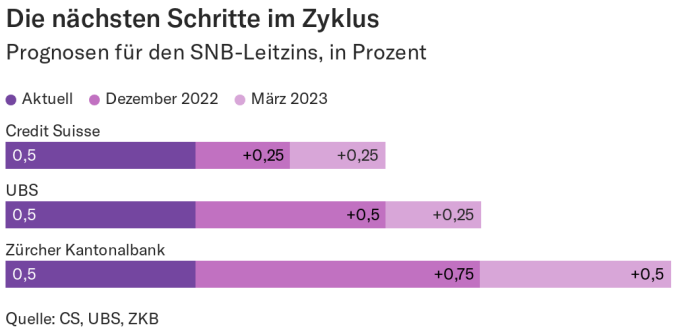
Es gibt in der Geldpolitik ungefähr nichts Schlimmeres, als wenn die Akteure in der Wirtschaft – Unternehmen, Konsumentinnen, Arbeitnehmer, Sparerinnen – hohe Inflationserwartungen haben. Denn diese Erwartungen funktionieren, zumindest in der Theorie, wie eine sich selbst erfüllende Prophezeiung: Steigen die Inflationserwartungen, so steigt auch die Inflation.

Aus diesem Grund ersticken Notenbanken eine aufkeimende Inflation am liebsten gleich im Keim. Für die jüngsten Zinserhöhungen der Nationalbank ist das ist eine wichtige Motivation.

Gleichzeitig sind Notenbanken darauf bedacht, nicht allzu erratisch zu handeln. Eine Notenbank, die viermal im Jahr abwechselnd «Hüa!» und dann wieder «Brrrrr!» ruft, verliert rasch an Glaubwürdigkeit.

Deswegen heben und senken Notenbanken ihre Leitzinsen in der Regel schrittweise: Sie machen erstmal einen kleineren Schritt und warten ab. Dann machen sie einen weiteren Schritt und warten wieder ab – und signalisieren dabei vielleicht, dass noch weitere Schritte folgen werden.

Die Federal Reserve hat einen Zinserhöhungszyklus dieser Art bereits im Frühling gestartet – gemäss den eigenen Prognosen der amerikanischen Notenbank hält er bis 2023 an. Die Schweizerische Nationalbank hat im Sommer nachgezogen, ebenso die Europäische Zentralbank. Offen ist, wann dieser Zyklus zu Ende geht und wie hoch der Leitzins dann liegt.



Mit ziemlicher Sicherheit aber wird sich die Wirtschaft bis dahin etwas abkühlen. Die allgemeine Stimmung wird pessimistischer, die Zahlungsbereitschaft geht zurück, die Umsatz-, Lohn- und Preisentwicklung verläuft weniger dynamisch, als man dies vor einigen Monaten noch annahm.

Kurz: Die Pferde laufen langsamer.

Zum Grossteil liegt das an externen Einflussfaktoren wie etwa an den hohen Energiepreisen. Aber ein bisschen liegt es auch am Kommando der SNB.

Brrrrr ...!