

Die W&P Current Perspectives: Geldpolitik in der Sackgasse

Mit ihrer einseitig auf den Wechselkurs ausgerichteten Geldpolitik hat sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) in den letzten zehn Jahren in eine geldpolitische Sackgasse manövriert. Die Folge ist eine in vielen Phasen zu expansive Geldpolitik, die nicht mehr auf die Bedürfnisse der Binnenkonjunktur ausgerichtet ist. Der jüngste Zinsschritt ist ein erneuter Beleg dafür. // Johannes von Mandach & Klaus W. Wellershoff

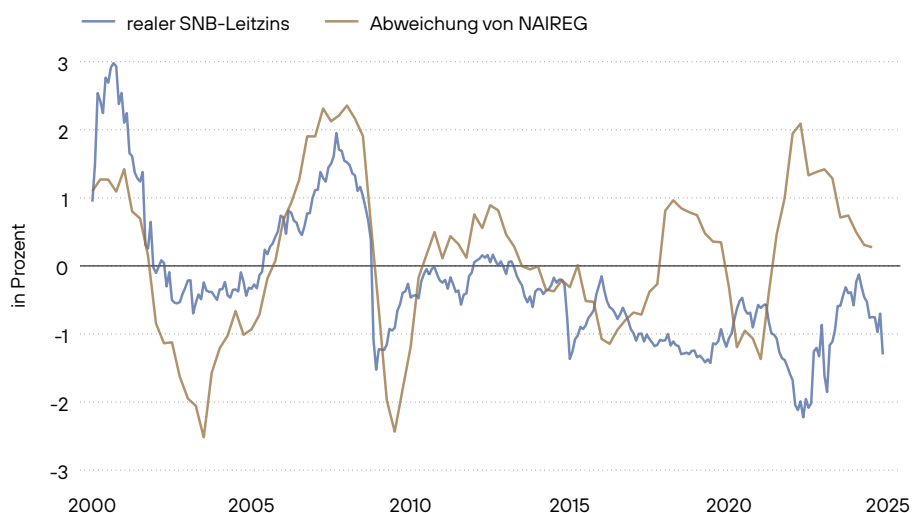
Die Schweizerische Nationalbank (SNB) spielt gemäss ihrem gesetzlichen Auftrag eine zentrale Rolle bei der Steuerung der wirtschaftlichen Entwicklung in der Schweiz. Sie greift geldpolitisch ein, wenn die Konjunktur schwächelt und die Arbeitslosigkeit zu steigen droht, indem sie den Leitzins senkt. Dadurch werden Konsumausgaben und Unternehmensinvestitionen attraktiver, was die Nachfrage stärkt und die Inflation fördert. Umgekehrt erhöht die SNB in Phasen starken Wirtschaftswachstums den Leitzins, um Überhitzungstendenzen zu dämpfen und die Preisstabilität zu gewährleisten.

Entscheidend für die Wirkung der Geldpolitik ist jedoch nicht der nominale, sondern der preisberei-

nigte, so genannte reale Leitzins. In dieser *Current Perspective* definieren wir den realen Leitzins als den Leitzins abzüglich der heimischen Inflationsrate. Importgüterpreise, wie z.B. Energiepreise, werden nicht berücksichtigt, da sie nicht von der Schweizer Wirtschaft beeinflusst sind und somit nicht direkt von der SNB gesteuert werden können.

Dieses Konzept zur Steuerung der Schweizer Wirtschaftsentwicklung wurde von der SNB lange Zeit konsequent verfolgt. Ein Blick auf das Zusammenspiel zwischen dem realen Leitzins und unserer Schätzung der sogenannten NAIREG (Non-Accelerating Inflation Rate of Employment Growth) seit der Jahrtausendwende zeigt dies deutlich. Die NAIREG gibt

Grafik 1: Entwicklung des realen Leitzinses der SNB und Abweichung von der NAIREG



Die Grafik zeigt die Entwicklung des realen Leitzinses der SNB, der sich aus dem nominalen Leitzins abzüglich der heimischen Inflationsrate errechnet, und seiner Abweichung von der NAIREG (Non-Accelerating Inflation Rate of Employment Growth) seit dem Jahr 2000. Zwischen 2000 und 2015 bestand ein klarer Zusammenhang: Die SNB erhöhte den heimischen Realzins, wenn das Beschäftigungswachstum über der NAIREG lag, und senkte ihn, wenn es darunter lag. Seit 2015 ist dieser Zusammenhang nicht mehr erkennbar.

Quellen: Bundesamt für Statistik (BfS), Schweizerische Nationalbank (SNB), Wellershoff & Partners

an, wie schnell die Beschäftigung wachsen kann, ohne die Inflation zu beschleunigen. Sie bildet einen Gleichgewichtspunkt zwischen zu wenig Wachstum, das die Inflation verlangsamt, und zu viel Wachstum, das Inflationsdruck erzeugt.

Zwischen 2000 und 2015 gab es einen klaren Zusammenhang. Lag das Beschäftigungswachstum über der NAIREG und wirkte inflationstreibend, erhöhte die SNB den inländischen Realzins, um die Wirtschaft abzukühlen. Lag das Stellenwachstum unter der NAIREG, senkte sie den Realzins, um die Konjunktur zu stützen und die Inflation anzukurbeln.

Strukturbruch ab 2022

Dieser Zusammenhang ist jedoch seit 2015 mit dem geldpolitischen Kurswechsel der SNB verschwunden. Mit der Aufhebung der Wechselkursuntergrenze zum Euro und der Einführung von Negativzinsen rückte die Kontrolle des Schweizer Frankens zunehmend ins Zentrum ihrer Strategie. Mit tief negativen Realzinsen und massiven Devisenmarktinterventionen wollte die SNB eine übermässige Aufwertung des Frankens verhindern.

Für dieses Vorgehen lassen sich durchaus Argumente finden. Eine zu starke Aufwertung des Frankens hätte den Exportsektor belastet, was sich negativ auf die Konjunktur, das Beschäftigungswachstum und die Inflation ausgewirkt hätte. Dennoch hätte sich die SNB auch in diesem Fall auf ihr geopolitisches Kernziel, die nachhaltige Entwicklung der Binnenwirtschaft und die Sicherung der Preisstabilität, konzentrieren müssen.

Die Entwicklung der letzten Jahre zeigt jedoch, dass die Fokussierung auf den Wechselkurs in vielen Phasen zu einer zu expansiven Geldpolitik geführt hat. So tolerierte die SNB in den Jahren 2018 und 2019 ein starkes Beschäftigungswachstum, das deutlich über der NAIREG lag. Der Inflationsdruck hat in dieser Zeit allmählich zugenommen, und wir haben die Überhitzung des Beschäftigungswachstums auch in Form einer stark gestiegenen Zuwanderung zu spüren bekommen, da das inländische Arbeitskräftepotenzial das starke Wachstum nicht absorbieren konnte. Zudem haben die negativen Realzinsen in dieser Phase zwischen 2015 und 2019 zu einem ungewöhnlichen Boom der Aktien- und Immobilienpreise geführt.

Auch die aktuelle Geldpolitik erscheint mit der jüngsten deutlichen Senkung des Leitzinses unge-

wöhnlich expansiv. Die Schweizer Wirtschaft hat sich im Jahresverlauf stabilisiert und wächst solide. Das Beschäftigungswachstum liegt weiterhin über der NAIREG, und auch die inländische Inflation von 1,7% signalisiert keinen Bedarf für eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Daran werden auch die absehbare Senkung des Referenzzinssatzes, die zu niedrigeren Mieten führen könnte, und die sinkenden Strompreise im kommenden Jahr nichts Grundlegendes ändern.

Geldpolitische Sackgasse mit Folgen

Eine weitere Folge der wechselkursorientierten Geldpolitik ist die starke Ausweitung der Bilanz der SNB. Durch die Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Frankens hat die SNB inzwischen über 700 Milliarden Franken an Auslandsvermögen angehäuft. Eine Aufwertung des Frankens führt daher unweigerlich zu einer Abwertung der Auslandsanlagen, was bei einem Eigenkapital von nur rund 130 Milliarden Franken schnell zu einem erheblichen Risiko wird. Die SNB steht damit vor einem Dilemma. Die Stabilisierung der SNB-Bilanz ist offensichtlich zum Ziel oder zumindest zur Nebenbedingung der Geldpolitik geworden. Mit anderen Worten: Da die SNB ihre Geldpolitik in den letzten Jahren auf die Steuerung des Wechselkurses ausgerichtet hat, hat sie nun einen starken Anreiz, dies auch weiterhin zu tun.

Die SNB hat sich damit in eine Sackgasse manövriert. Sie sieht sich gezwungen, den Wechselkurs mit einer expansiven Geldpolitik zu stützen, auch wenn dies auf Kosten einer nachhaltigen Wirtschaftsentwicklung geht. Damit ignoriert sie aber die Gefahr eines unkontrollierten Inflationsanstiegs, wie wir ihn in den letzten zwei Jahren gesehen haben, fördert ein übermässiges Beschäftigungswachstum, das eine starke Zuwanderung nach sich zieht, und zementiert gleichzeitig die massiven Stabilitätsrisiken, die mit einer expansiven Geldpolitik verbunden sind.

Rechtliche Hinweise

Diese Publikation wurde durch Wellershoff & Partners Ltd. zusammengestellt und veröffentlicht. Sie dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung, zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die hierin enthaltenen Analysen basieren auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. Der Termin- und Optionenhandel ist mit Risiken behaftet. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Wir können nicht auf Ihre persönlichen Anlageziele, finanzielle Situation und Bedürfnisse im Rahmen dieser Publikation eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor einer Investition in eines der in dieser Publikation erwähnten Produkte Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Dokument darf ohne vorherige Einwilligung von Wellershoff & Partners Ltd. weder reproduziert noch vervielfältigt werden. Wellershoff & Partners Ltd. untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation an Dritte. Wellershoff & Partners Ltd. ist nicht haftbar für jegliche Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieser Publikation resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden.

Impressum

Herausgegeben von // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Autoren // Johannes von Mandach, Klaus W. Wellershoff
Konzeption // Wellershoff & Partners Ltd., Zürich
Gestaltung // Feinmass Kommunikationsdesign, Luzern

Die W&P Current Perspectives erscheinen in deutscher Sprache.
Redaktionsschluss: 19. Dezember 2024