

Antizyklische Geldpolitik und Konjunktur: Möglichkeiten und Grenzen

Was sind die genauen Zusammenhänge zwischen Geldpolitik, Preisstabilität und Konjunktur? Wo liegen die Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik, wenn es darum geht, die Realwirtschaft zu stabilisieren? Der Einbruch in der Wirtschafts- und Finanzkrise und die zögerliche Erholung, die hohe Arbeitslosigkeit und die schwierige Lage der öffentlichen Finanzen in vielen Ländern nähren die Diskussion über den Beitrag der Geldpolitik zur realwirtschaftlichen Erholung.



In normalen Zeiten implementiert die SNB die Geldpolitik über die Steuerung der Kurzfristzinsen am Geldmarkt. Während der Wirtschafts- und Finanzkrise ergriff auch die SNB unkonventionelle geldpolitische Massnahmen.

Foto: Keystone

Der Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Konjunktur kommt im Nationalbankgesetz deutlich zum Ausdruck. Artikel 5 definiert den Auftrag der Schweizerischen Nationalbank (SNB): Hauptziel der Geldpolitik ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Dabei muss die SNB der konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen. Die geldpolitische Strategie der SNB bestimmt, wie die Nationalbank vorgeht, um dieses Mandat zu erfüllen.¹ In diesem Rahmen definiert die SNB die Preisstabilität als eine Veränderung des Konsumentenpreisindex von weniger als 2%, wobei auch ein anhaltender Rückgang der Preise mit der Preisstabilität nicht kompatibel ist.

- *Mittel- bis langfristig* wirkt sich die Geldpolitik nur auf nominale Grössen wie Geldaggregate, Preise und nominale Zinsen aus.³ Deshalb tragen Zentralbanken am besten zum Wohlstand bei, indem sie einen nominalen Anker in Form von Preisstabilität garantieren.
- *In der kurzen Frist* kann die Geldpolitik durchaus die Realwirtschaft – d. h. die Konjunktur – beeinflussen.⁴

Aus diesen beiden Aspekten ergibt sich ein fundamentaler Konflikt: Zentralbanken können kurzfristig realwirtschaftliche Ziele verfolgen, die mittelfristig nicht mit Preisstabilität kompatibel sind. Um die Gefahr eines solchen zeitinkonsistenten Verhaltens zu bannen, ist ein weiteres international anerkanntes Element der Geldpolitik zentral: eine glaubwürdige Bindung der Zentralbanken an die Preisstabilität.



Attilio Zanetti
Leiter Organisations-einheit Konjunktur,
Schweizerische Nationalbank (SNB)

Internationaler Konsens zur Gestaltung der Geldpolitik

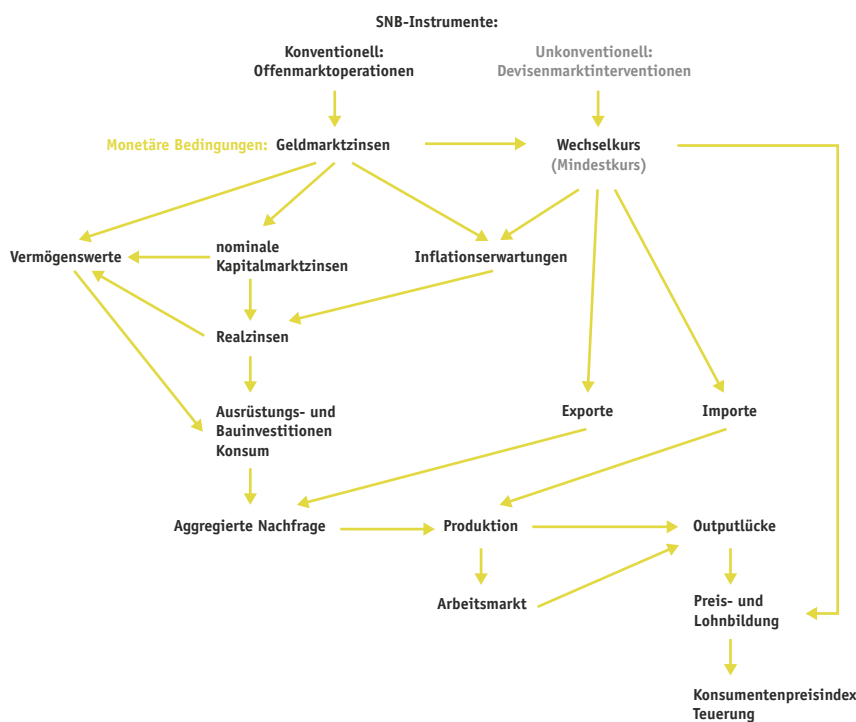
Auf globaler Ebene lassen sich in den geldpolitischen Ansätzen der führenden Zentralbanken starke Gemeinsamkeiten erkennen. Grund dafür ist, dass heute auf Basis verschiedener theoretischer und empirischer Erkenntnisse ein breiter Konsens herrscht, der die Gestaltung der Geldpolitik prägt:²

Geldpolitik in normalen Zeiten

Grafik 1 fasst den geldpolitischen Transmissionsmechanismus auf vereinfachte Weise zusammen. Zentralbanken beeinflussen

Grafik 1

Der geldpolitische Transmissionsmechanismus



Quelle: SNB / Die Volkswirtschaft

mit ihren Instrumenten die monetären Bedingungen mit dem Endziel, die Preisstabilität zu gewährleisten.⁵

In normalen Zeiten implementiert die SNB die Geldpolitik über die Steuerung der Kurzfristzinsen am Geldmarkt. Operativ bedeutet dies, dass sie ein Zielband für den 3M-Libor-Zinssatz festlegt. Indem sie die Bedingungen für Offenmarktoperationen – d. h. die angebotene Liquiditätsmenge und den entsprechenden Preis – für das Bankensystem festlegt, kann sie die Geldmarktzinsen nach unten oder nach oben bewegen. Eine Änderung der Geldmarktzinsen beeinflusst entlang der Zinskurve typischerweise auch die Zinsen längerer Laufzeiten und führt damit zu Veränderungen der nominalen und der realen Kapitalmarktzinsen.

Die Höhe der Realzinsen beeinflusst das Verhalten von Firmen und Haushalten. Tiefere Realzinsen beleben die Kreditvergabe und stimulieren die Investitions- und Konsumausgaben. Eine lockere Geldpolitik führt auch zu höheren Vermögenspreisen. So werden zum Beispiel Erwartungen geweckt, dass die Nachfrage und damit die Firmengewinne wachsen werden. Dies wiederum erhöht die Attraktivität von Aktien. Solche positiven Vermögensentwicklungen wirken sich stimulierend auf die aggregierte Nachfrage aus. Ferner prägt der Lockerungsgrad der Geldpolitik die Inflationserwartungen. In einer

Rezession trägt eine expansive Geldpolitik dazu bei, eine unerwünschte Abnahme der Inflationserwartungen zu verhindern. Wenn dadurch der Realzins fällt, stimuliert dies die aggregierte Nachfrage. Schliesslich haben die Zinsen auch eine Wirkung auf den Wechselkurs, was die Export- und Importvolumina beeinflusst.

Durch diese verschiedenen Kanäle übertragen sich die geldpolitischen Impulse auf die aggregierte Nachfrage und somit auf die volkswirtschaftliche Produktion. Mit einer Zunahme der Produktion steigt auch die Arbeitsnachfrage.

Geldpolitik sollte antizyklisch wirken

Eine entscheidende Komponente in dieser Transmissionskette ist die sogenannte Outputlücke. Diese misst die Abweichung zwischen der tatsächlichen Auslastung der Produktionsfaktoren einer Wirtschaft und ihrer optimalen Auslastung. Letztere wird manchmal auch als Vollbeschäftigungssituation bezeichnet. In einer Rezession nimmt die aggregierte Nachfrage ab, was zu einer Drosselung der Produktion und der Beschäftigung führt. Entsprechend entsteht eine Unterauslastung der Produktionskapazitäten, d. h. die Outputlücke wird negativ. Als Folge nimmt die Teuerung ab. Ist dieser Zustand genügend ausgeprägt und – wie es von 2007 bis 2011 der Fall war – auch noch von einer starken Aufwertung der Währung begleitet, kann die Teuerung negativ werden und im Extremfall in eine Deflationsspirale münden. In einer konjunkturellen Boomphase wird umgekehrt die Outputlücke positiv, was die Teuerungsdynamik ansteigen lässt. Die Geldpolitik sollte demnach stimulierend wirken, wenn die Wirtschaft in eine Schwächephase oder gar eine Rezession gerät. Sie muss bremsend wirken, wenn Nachfrage und Produktion zu stark wachsen.

Unkonventionelle Massnahmen

Während der Wirtschafts- und Finanzkrise führten viele Zentralbanken sogenannte unkonventionelle geldpolitische Massnahmen ein. Auch wenn sie unterschiedliche Formen annahmen, hatten diese Massnahmen doch den gemeinsamen Ursprung, dass sie allesamt eingeführt wurden, nachdem das traditionelle Zinsinstrument an seine Grenzen gestossen war. Denn obwohl stark negative Outputlücken und sehr tiefe Inflationssichten eine zusätzliche geldpolitische Lockerung notwendig machten, befanden sich die Geldmarktzinsen bereits so nahe bei null, dass sie nicht weiter gesenkt werden konnten.

1 Jordan et al. (2010).
 2 Mishkin (2011).
 3 McCandless und Weber (1995).
 4 Friedman (1995).
 5 Für mehr Details siehe Mishkin (2007).

Auch die SNB war mit dieser Problematik konfrontiert. Als sich die geldpolitischen Bedingungen aufgrund der fortschreitenden Frankenaufwertung weiter zu verschlechtern drohten, führte die SNB im September 2011 den Mindestkurs gegenüber dem Euro ein. In dieser Situation war der Mindestkurs das beste Mittel, um den Untergang vieler Unternehmen und grosse Arbeitsplatzverluste zu verhindern sowie die Deflationsrisiken einzudämmen. Der Mindestkurs ergänzte somit das Instrumentarium der SNB in einer Phase, als eine zusätzliche Lockerung der Geldpolitik mittels des traditionellen Zinsinstruments nicht mehr möglich war. Unkonventionelle geldpolitische Instrumente haben deshalb letztlich die gleichen Ziele wie die traditionelle zinsbasierte antizyklische Geldpolitik.

Die Grenzen der Geldpolitik

Der Auftrag zur Gewährleistung der Preisstabilität bedeutet *im Normalfall*, dass die Zentralbank ihre Instrumente für eine antizyklische Geldpolitik einsetzt. Es kann jedoch Situationen geben, in denen die Entwicklung von Konjunktur und Teuerung nicht die gleiche geldpolitische Reaktion verlangt. Dies ist zum Beispiel der Fall, wenn die Wirtschaft nach einem Konjunkturboom in eine Rezession gerät, die Inflationserwartungen aber weiterhin ansteigen oder auf hohem Niveau verharren. In einem solchen Fall muss die Geldpolitik länger restriktiv bleiben, als es für die Realwirtschaft angebracht wäre, bis die Inflationserwartungen wieder auf ein Niveau sinken, das mit Preisstabilität kompatibel ist.

Selbst in Situationen, in denen keine Zielkonflikte entstehen, ist eine exakte Steuerung der konjunkturellen Bedingungen nur selten möglich. Dies hat mehrere Gründe.

Fragezeichen beim Transmissionsmechanismus

In der Realität sind die wirtschaftlichen Zusammenhänge wesentlich komplexer als in der schematischen Zusammenfassung von *Grafik 1*. Es besteht keine mechanische Verbindung zwischen einem Zinsschritt, den verschiedenen Transmissionskanälen sowie einer realwirtschaftlichen und preislichen Reaktion. Keine Zentralbank weiss präzise, wie stark und wie schnell Realwirtschaft und Teuerung auf eine Änderung der Geldmarktzinsen um einen Prozentpunkt reagieren. Auch die Bedeutung verschiedener Transmissionskanäle kann sich von Land zu Land unterscheiden. Beispielsweise sind Wechselkurschwankungen für eine kleine, offene Volkswirtschaft wie die Schweiz von grösserer Bedeutung als für andere Länder. In der

Schweiz werden 25,8% der im Konsumentenpreisindex berücksichtigten Waren und Dienstleistungen importiert, während dieser Anteil in den USA nur bei rund 6% liegt.

Ausserdem kann sich die Bedeutung der einzelnen Transmissionskanäle aufgrund struktureller und institutioneller Neuerungen über die Zeit verändern. Werden beispielsweise mehr Waren exportiert, deren Nachfrage aus dem Ausland relativ preiselastisch ist, nimmt der Einfluss von Wechselkursveränderungen auf das Exportvolumen ab. Ebenfalls unsicher sind die zeitlichen Verzögerungen, mit denen die verschiedenen Transmissionskanäle wirken.⁶

Je kleiner und offener die Volkswirtschaft, desto grösser die Rolle externer Schocks

Die Entwicklungen der letzten Jahre haben dies eindrücklich gezeigt. Mit der Subprime-Krise, dem Konkurs von Lehman Brothers, der grossen Wirtschafts- und Finanzkrise und der Eurokrise kamen alle grossen Schocks während der letzten Jahre aus dem Ausland. Auf die Schweiz haben sich diese Schocks vor allem in Form von Störungen am Geldmarkt, einer deutlichen Kontraktion der Exportnachfrage und einer dramatischen Aufwertung übertragen. Mit der resoluten Senkung der Zinsen und später der Einführung des Mindestkurses konnte die SNB diese Schocks zwar abfedern und damit das Risiko eines massiven volkswirtschaftlichen Schadens abwenden. Die geldpolitische Reaktion konnte aber nicht verhindern, dass die Outputlücke negativ wurde. Entsprechend ist für eine Rückkehr zur Vollbeschäftigung in der Schweiz eine Erholung der Weltwirtschaft – und damit der Exportnachfrage – unabdingbar. Dies sind Faktoren, welche die SNB nicht beeinflussen kann.

Outputlücke nicht präzise identifizierbar

Einerseits herrscht in Echtzeit eine gewisse Unsicherheit über das tatsächliche Outputniveau. Denn BIP-Zahlen werden jeweils mit bedeutender Verzögerung veröffentlicht und zudem oft zu späteren Zeitpunkten noch revidiert, wenn vollständigere Informationen verfügbar sind. Um die Outputlücke zu bestimmen, muss andererseits der nicht beobachtbare Potenzialoutput – also die Bedingungen, bei denen die Produktionsfaktoren optimal ausgelastet sind – geschätzt werden. Diese Schätzungen sind immer mit grossen Unsicherheiten behaftet. ■

Kasten 1

Literaturverzeichnis

- Boivin, J., Kiley, M. T., Mishkin, F. S. (2010): How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?, in: Friedman B. M., Woodford, M. (Hrsg.): Handbook of Monetary Economics, Elsevier, Vol. 3, Kap. 8.
- Friedman, B. M. (1995): Does Monetary Policy Affect Real Economic Activity? Why Do We Still Ask This Question?, NBER Working Paper, Nr. 5212.
- Jordan, T. J., Peytrignet M., Rossi, E. (2010): Ten Years' Experience with the Swiss National Bank's Monetary Policy Strategy, in: Swiss Journal of Economics and Statistics, Vol. 146, Nr 1.
- McCandless Jr., G. T., Weber, W. E. (1995): Some Monetary Facts, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 19, Nr. 3.
- Mishkin, F. S. (2011): Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, NBER Working Paper, Nr. 6755.
- Mishkin, F. S. (2007): The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Pearson, Kap. 23.

6 Boivin et al. (2010).