

Inflation und die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank

In diesem Artikel werden die Grundzüge der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und der Inflationsentwicklung seit ihrer Gründung 1907 dargestellt. Vereinfachend lassen sich drei geldpolitische Phasen unterscheiden, die der jeweils vorherrschenden internationalen Währungsordnung entsprechen. In der ersten Phase bestimmte der Goldstandard die Geldpolitik. Nach dem Zweiten Weltkrieg löste das Bretton-Woods-System den Goldstandard ab. In beiden Phasen waren die Wechselkurse fest. Die dritte Phase hat in der ersten Hälfte der 1970er-Jahre begonnen und ist durch flexible Wechselkurse charakterisiert.



Die internationale Währungsordnung erfuhr in den letzten rund 100 Jahren zwei fundamentale Veränderungen: Der Übergang vom Goldstandard zum Bretton-Woods-System nach dem Zweiten Weltkrieg und zum System der flexiblen Wechselkurse 1973. Diese Umwälzungen führten zu einer deutlichen Umstellung des Rechtsrahmens der SNB sowie ihrer Instrumente und geldpolitischen Strategie.

Bild: Keystone

Die Phase des Goldstandards

Als die SNB 1907 ihre Geschäftstätigkeit aufnahm, trat sie an die Stelle einer Vielzahl teils staatlicher, teils privater Emissionsbanken, die miteinander in Wettbewerb bei der Notenausgabe gestanden hatten. Das Nationalbankgesetz übertrug ihr als Hauptaufgaben die Regelung des Geldumlaufs und die Erleichterung des Zahlungsverkehrs. Seitdem ist die SNB die einzige Institution, die auf Schweizer Franken lautende Banknoten emittieren darf.¹

Die Geld- und Währungsordnung stand bei der Gründung der SNB im Zeichen des

internationalen Goldstandards. Dieser beruhte darauf, dass die beteiligten Länder den Preis des Goldes in ihrer Währung definierten, die Konvertibilität (Austauschbarkeit) ihrer Noten in Gold garantierten und einen freien Kapitalverkehr gewährleisteten. Die Grundidee war, dass jedes Land zu einem festen Preis Gold gegen eigene Währung ohne Einschränkung kaufte und verkaufte. Damit wurden indirekt auch die Wechselkurse zu den anderen Währungen festgelegt. Ungleichgewichte zwischen zwei Ländern wurden durch Goldflüsse ausgeglichen. Die weltweiten Goldvorkommen bestimmten die globale Geldmenge und damit auch das globale Preisniveau.



Prof. Dr. Thomas J. Jordan
Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank (SNB)



Dr. Enzo Rossi
Wissenschaftlicher Berater der Schweizerischen Nationalbank (SNB)

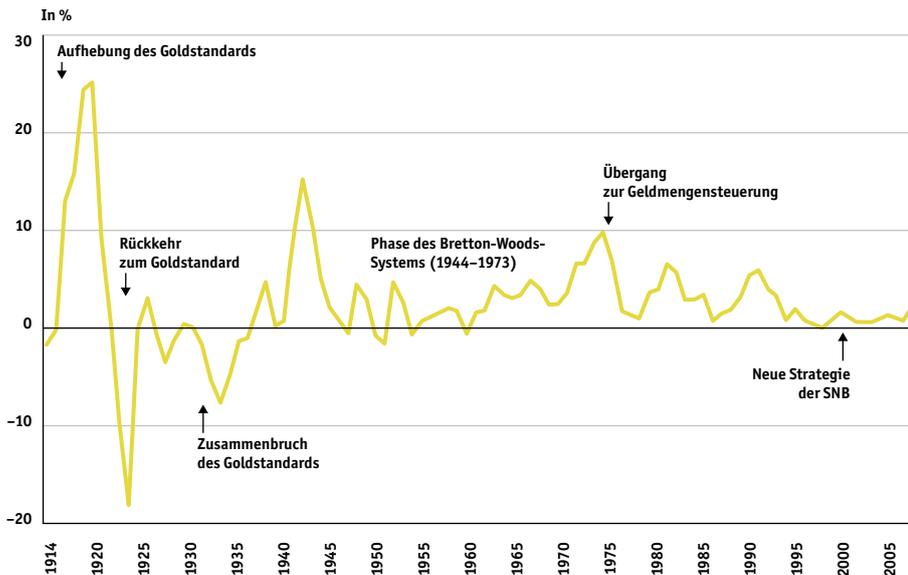
Vorübergehende Suspendierung des Goldstandards im Ersten Weltkrieg

Mit Ausbruch des Ersten Weltkriegs wurden die Regeln des internationalen Goldstandards suspendiert. Um ihre Goldreserven zu schützen, hob die Schweiz die Einlösepflicht auf. Banknoten wurden zu einem gesetzlichen Zahlungsmittel. Der Bund sah sich veranlasst, zur Deckung der Kosten der Landesverteidigung auf Kredite der SNB zurück-

¹ Der Bund erhielt im Jahre 1891 das verfassungsmässige Monopol zur Banknotenausgabe. Er übertrug das ausschliessliche Recht zur Ausgabe von Banknoten der Nationalbank. Die privaten Emissionsbanken zogen sich bis 1910 aus dem Notenumissionsgeschäft zurück. Vgl. Baltensperger (2009).

Grafik 1

Inflationsrate der Schweiz, 1914–2009



Quellen: Historische Statistik der Schweiz, SECO, BFS, Jordan, Rossi / Die Volkswirtschaft

zugreifen. Da die SNB ausserdem ihre Kredite an die Wirtschaft kräftig ausdehnte, verdoppelte sich der Betrag an ausstehenden Banknoten. Die Folge war eine inflatorische Entwicklung von beträchtlicher Dynamik, die 1918 zu einer Jahresinflationsrate von 25% führte, der höchsten in der Geschichte der SNB je erreichten Teuerung (vgl. *Grafik 1*). Da die Nominallöhne mit der Preisentwicklung nicht mithielten, sanken die Realinkommen. Die Inflation trug massiv zu sozialen Spannungen bei und führte zu heftiger Kritik an der SNB. Es entbrannte eine Kontroverse über die angemessene Zentralbankpolitik. Kritiker wiesen der Nationalbank die Schuld an der Geldmengenexpansion und somit an der Inflation der Kriegsjahre zu. Die SNB, in der Denkweise der Goldwährung verhaftet, erwiderte, dass die primäre Ursache der Inflation in den Preiserhöhungen für die wichtigsten Importgüter lag, die ihrerseits eine Ausweitung des Banknotenumlaufs notwendig machten. Da es einer Zentralbank nicht möglich sei, das Preisniveau zu beeinflussen, könne die Eindämmung der Teuerung auch nicht Aufgabe einer Zentralbank sein.²

Nach dem Ende des Ersten Weltkriegs führten die Bestrebungen, den Goldstandard wiederherzustellen und zur alten Goldparität zurückzukehren, zu einer scharfen Deflation. Im Jahre 1922 sanken die Konsumentenpreise um 18%, was der grössten negativen Jahresveränderungsrate des Konsumentenpreisindex in der Geschichte der SNB entspricht. Die Deflation war von einer ausgeprägten Rezession begleitet.

Grosse Herausforderungen während der Weltwirtschaftskrise

In den 1930er-Jahren stellte die Weltwirtschaftskrise die SNB vor neue grosse Herausforderungen. Als Grossbritannien 1931 die Goldkonvertibilität aufhob und den Wechselkurs des Pfundes fallen liess, brach der Goldstandard zusammen. Nach und nach folgten die meisten anderen Länder dem Beispiel Grossbritanniens oder führten Kapitalverkehrskontrollen ein. Bundesrat und Nationalbank sahen sich vor die Wahl gestellt, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz entweder durch eine Abwertung des Frankens oder durch Deflation wiederherzustellen. Sie entschieden sich zunächst für das Festhalten an der Goldparität und damit für eine Deflationspolitik. Als sich die Krise jedoch weiter verschlimmerte, machte der Bundesrat 1936 eine Kehrtwende und beschloss in Absprache mit der SNB, den Franken um 30% abzuwerten. Die Abwertung schuf die Voraussetzungen für eine relativ rasche konjunkturelle Erholung. Eine frühere Abwertung hätte es der Schweiz jedoch vermutlich erlaubt, mit geringeren Verlusten durch die Krisenjahre zu kommen.³

Die Phase des Bretton-Woods-Systems

Feste Wechselkurse standen auch im Zentrum des im Juli 1944 an der Konferenz von Bretton Woods konzipierten Weltwährungssystems. Obwohl die Schweiz an der Konferenz nicht teilnahm und den Bretton-Woods-Institutionen erst in den 1990er-Jahren beitrug, hatte das Bretton-Woods-System bis Anfang der 1970er-Jahre grosse Auswirkungen auf die Schweizer Geldpolitik. Es beruhte auf der Fixierung der Goldparität des Dollars auf 35 US-Dollar pro Unze Gold und der Festlegung der Paritäten der übrigen Währungen gegenüber dem US-Dollar. Die Mitgliedsländer waren mit Ausnahme der USA verpflichtet, den Dollarkurs innerhalb einer Bandbreite von 1% um die Parität zu halten. Die USA verpflichteten sich, im Verkehr mit anderen Notenbanken US-Dollar gegen Gold zur fixierten Parität zu tauschen. Die Aufrechterhaltung einer fixen Parität gegenüber dem US-Dollar bedeutete letztlich eine Anbindung der inländischen Preise an das amerikanische Preisniveau.

Übergang der USA zu inflationärer Geldpolitik

Das Bretton-Woods-System ging bis Anfang der 1960er-Jahre mit einer recht stabilen Preisentwicklung einher (vgl. *Grafik 2*). Schwierigkeiten wurden aber sichtbar, als die USA – das Ankerwährungsland – zu einer inflationären Geldpolitik übergingen. In der Folge setzte eine latente Dollarschwäche ein.

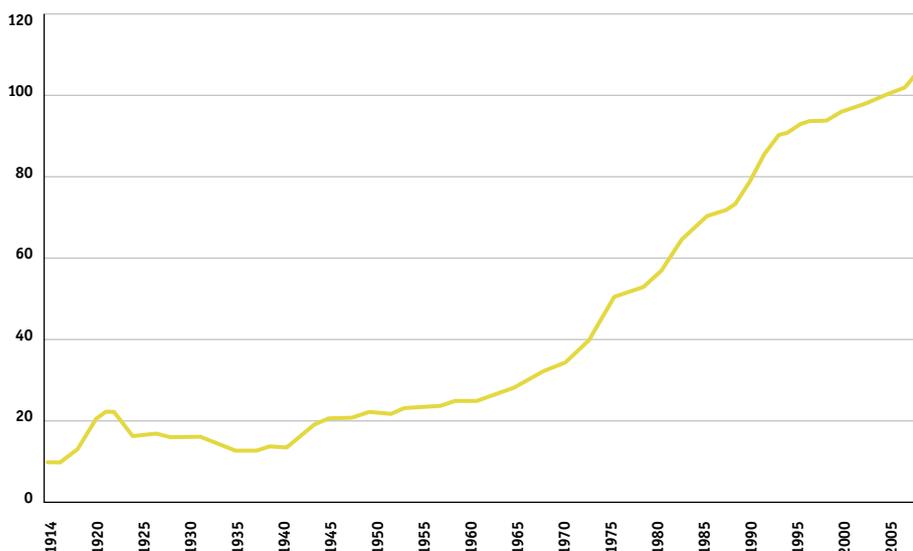
2 Vgl. Bordo und James (2007, S. 44 ff.).

3 Vgl. Zurlinden (2003) sowie Bordo und James (2007).

4 Vgl. Peytrignet (2007, S. 255 f.).

Grafik 2

Preisniveau der Schweiz, 1914–2009
Index 2005 = 100



Quellen: Historische Statistik der Schweiz, SECO, BFS, Jordan, Rossi / Die Volkswirtschaft

Ähnlich wie andere Industrieländer sah sich die SNB gezwungen, zugunsten des US-Dollars zu intervenieren, was die Frankengeldmenge aufblähte und zu einem Teuerungsanstieg in der Schweiz führte. Viele Länder mit wachsenden Dollarreserven tauschten diese bei der amerikanischen Zentralbank in Gold, sodass die Goldreserven der USA mehr und mehr unter Druck gerieten. Im August 1971 suspendierte Präsident Nixon das feste Austauschverhältnis zwischen Gold und US-Dollar. Als die Dollarschwäche sich weiter verschärfte, sahen sich die wichtigsten Industrieländer schliesslich zur Freigabe der Wechselkurse ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar veranlasst. Das erste Land, das zum Floating überging, war die Schweiz. Die Nationalbank stellte ihre Dollarkäufe im Einvernehmen mit dem Bundesrat am 23. Januar 1973 ein. Mit dem Verzicht auf die Stützung des US-Dollars wollte sie eine weitere Aufblähung der Geldmenge und eine Beschleunigung der Teuerung vermeiden. Diese Massnahme bedeutete den Abschied vom System fester Wechselkurse. Der US-Dollar befindet sich seitdem auf einem fallenden Trend (vgl. Grafik 3).

Die Phase flexibler Wechselkurse

Geldmengensteuerung 1973–1999

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 stellte ein einschneidendes Ereignis dar. Er versetzte die SNB erstmals in die Lage, eine autonome, an der Preisstabilität orientierte Geldpolitik zu entwerfen und umzusetzen. Bei der Entwicklung einer entsprechenden geldpolitischen Strategie standen zwei Prinzipien im Vordergrund:⁴

- Erstens sind Inflation und Deflation *grundsätzlich monetäre Erscheinungen*.
- Zweitens sollten Notenbanken mit der Geldpolitik *keine Feinststeuerung der Konjunkturentwicklung* betreiben.

Beruhend auf diesen Prinzipien ging die SNB 1975 als eine der ersten Zentralbanken zu einer auf längerfristige Preisniveaustabilität ausgerichteten *Geldmengenpolitik* über. Die jährliche Ankündigung von Geldmengenzielen wurde in den 1990er-Jahren durch die Festlegung eines mittelfristigen, über fünf Jahre hinweg definierten Zwischenzielpfades ersetzt. Den Geldmengenzielen lagen implizit ein Inflationsziel von rund 1% und eine Schätzung des realen Wachstumspotenzials der Wirtschaft von 2% zugrunde.

Die SNB nutzte ihre geldpolitische Autonomie, um die Inflation, die im Jahresmittel 1974 rund 10% betrug, in kurzer Zeit zu senken. Die Anstrengungen zur Stabilisierung des Preisniveaus verschärfen aber die durch

Grafik 3

Wechselkurs Franken/US-Dollar, 1946–2009



Quellen: SNB, Jordan, Rossi / Die Volkswirtschaft

Die geldpolitische Bilanz der letzten 10 Jahre fällt insgesamt positiv aus. Seit der Einführung des neuen Konzepts im Jahre 2000 herrscht in der Schweiz Preisstabilität.



Bild: Keystone

den starken Anstieg der Erdölpreise ausgelöste Rezession. Erschwert wurde die Geldpolitik durch die anhaltende Höherbewertung des Schweizer Frankens an den Devisenmärkten. Als der Franken im Herbst 1978 nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch gegenüber der Deutschen Mark weiter zulegte, sah sich die SNB veranlasst, das Geldmengenziel durch ein Wechselkursziel zu ersetzen. Sie intervenierte massiv auf den Devisenmärkten, worauf sich die Wechselkurslage relativ rasch beruhigte. Die zu zögerliche Beseitigung der Überschussliquidität – vermutlich wegen einer Unterschätzung des einsetzenden Konjunkturaufschwungs⁵ – und die steigenden Erdölpreise führten aber zu einem vorübergehenden Anstieg der Inflation, die mit 7,5% im Herbst 1981 ihren Höhepunkt erreichte.

Nach einer erfolgreichen Bekämpfung der Teuerung fiel die Geldpolitik in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre erneut zu expansiv aus. Zum einen erhöhte die SNB die Liquidität nach dem Börsenkrach vom Oktober 1987. Zum anderen bewirkten die Einführung des Zahlungssystems SIC und von neuen Liquiditätsvorschriften für die Banken einen unerwartet starken Rückgang der Nachfrage nach Notenbankgeld. Indem sich die SNB auf die Geldmenge konzentrierte, schenkte sie womöglich dem Wachstum der Kredite und der breiter definierten Geldaggregate in den Jahren 1986 und 1987 zu wenig Aufmerksamkeit. Dies verursachte einen neuerlichen Inflationsschub. Mitte 1991 erreichte die Teuerung eine Spitze von 6,6%. Ende der 1980er-Jahre bildete sich gleichzeitig eine spekulative Blase im Immobiliensektor. Die zur Wiederherstellung der Preis-

stabilität ergriffenen geldpolitischen Massnahmen trugen zu einer Rezession bei, die durch die geplatze Immobilienblase zusätzlich verschärft wurde.

Neue Strategie seit 2000

Ende 1999 löste die SNB die Geldmengenpolitik durch eine neue geldpolitische Strategie ab. Der Wechsel stellt die wichtigste geldpolitische Weichenstellung seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen dar. Die SNB reagierte damit auf anhaltende Störungen der Geldnachfrage, welche die Eignung der Geldmengenpolitik zunehmend in Frage stellten. Die neue Strategie, die in ihren Grundzügen bis heute Gültigkeit hat, beruht auf drei Elementen:⁶

- einer expliziten Definition der Preisstabilität als langfristigem Anker, die mit einem jährlichen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von unter 2% gleichgesetzt wird;
- einer Inflationsprognose als Hauptindikator für die geldpolitischen Entscheidungen;
- einem Zielband für den Franken-Dreimonats-Libor (3M-Libor) als operatives Ziel zur Umsetzung der Geldpolitik. Die Steuerung des Libors erfolgt über den Abschluss von Repogeschäften mit den Banken.⁷

Die geldpolitische Bilanz der letzten 10 Jahre fällt insgesamt positiv aus. Nachdem die Inflation seit 1994 unter 2% gelegen hatte, führte die massive Erhöhung des Erdölpreises von Anfang 2007 bis Mitte 2008 zusammen mit der lockeren Geldpolitik der Vorjahre zwar zu einer Überschreitung der 2%-Marke im Jahre 2008. Im Jahre 2009 lag

5 Vgl. Kugler und Rich (2002).

6 Vgl. Jordan, Peytrignet und Rossi (2010).

7 Siehe Jordan (2005) für eine Erklärung der Steuerung des Dreimonats-Libors bei der SNB.

8 Für eine detaillierte Darstellung und Würdigung der Geldpolitik in den letzten 10 Jahren siehe Jordan, Peytrignet und Rossi (2010).

9 Vgl. Peytrignet (2007, S. 272).

die Inflation aufgrund des starken Ölpreiserückganges dann aber im negativen Bereich. Anders als in anderen Ländern kam es in den letzten 10 Jahren zudem zu keinem Kredit- und Immobilienboom mit anschliessendem Einbruch der Kreditfähigkeit. Die Tatsache, dass die SNB mit dem 3M-Libor einen Zinssatz für ungesicherte Kredite als operatives Ziel verfolgt, verhinderte, dass der Anstieg der Risikoprämien in der Finanzkrise zu einer unerwünschten Verschärfung der Geldpolitik führte. Dies half unter anderem mit, die negativen Einflüsse der Finanzkrise auf die Realwirtschaft einzudämmen. Alles in allem trug die Geldpolitik der Nationalbank im vergangenen Jahrzehnt dazu bei, die Stabilität der schweizerischen Volkswirtschaft zu erhöhen.⁸

Die Geldpolitik der SNB – eine Beurteilung

Preisstabilität ist eine notwendige Bedingung, damit sich die Wirtschaft gemäss ihrem Potenzial entwickeln kann. Nur wenn die Inflationserwartungen gut verankert auf einem tiefen Niveau liegen, ist die Geldpolitik ausserdem in der Lage, auf Konjunkturschwankungen wirksam zu reagieren.

Die Schweiz hat in den letzten 100 Jahren grosse Preisschwankungen erlebt, und die Wiederherstellung der Preisstabilität war jeweils mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Grössere geldpolitische Verwerfungen, wie sie seit dem 19. Jahrhundert zahlreiche andere Länder Europas heimgesucht haben, sind der Schweiz erspart geblieben. Zudem sind die Inflationsschwankungen im Laufe der Zeit immer kleiner geworden.

Die Fluktuationen der Inflation müssen im Lichte der jeweils herrschenden Währungsordnung interpretiert werden. Die grössten Veränderungen der Jahresteueringaben sich im Ersten Weltkrieg und in den ersten Nachkriegsjahren, als die Rückkehr zur alten Goldparität im Zentrum stand. Binnenwirtschaftliche Ziele – wie eine tiefe und stabile Inflationsrate – wurden den Anforderungen des Goldstandards untergeordnet. Dafür zeichnet sich diese Phase durch ein langfristig relativ stabiles Preisniveau aus.

Nach dem Zweiten Weltkrieg stieg das Preisniveau zwar kontinuierlich an, doch fiel dieser Anstieg weniger kräftig aus als in anderen Ländern. Grundsätzlich war die schweizerische Geldpolitik auf tiefe Inflationsraten ausgerichtet. Die im Ausland geführten Diskussionen über mögliche Zielkonflikte in der Konjunkturpolitik fanden in der Schweiz nur einen geringen Widerhall. Erst der Übergang zu flexiblen Wechselkursen erlaubte es aber der SNB, eine konse-

quente, auf interne Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik zu führen. Diese Geldpolitik konnte den Inflationsanstieg zunächst nicht aufhalten. Sowohl Mitte der 1970er-Jahre wie auch zu Beginn der 1980er- und der 1990er-Jahre erreichte die Teuerung vorübergehend hohe Werte. Nebst einer zu lockeren Geldpolitik erschwerten in dieser Zeit massive Inflationsschwankungen im Ausland und Wechselkursstürbungen die Stabilisierung der Inflation auf tiefem Niveau.

Mit Hilfe von monetären Zwischenzielen gelang es der SNB ab Mitte der 1970er-Jahre, eine hohe Glaubwürdigkeit und Reputation zu erreichen. Das Zinsniveau lag bis Ende der 1990er-Jahre in der Regel um 1,5 bis 2 Prozentpunkte unter dem europäischen Niveau, und die Teuerung bewegte sich um durchschnittlich 2,8%, einem international sehr guten Ergebnis.⁹ Seit der Einführung des neuen Konzepts im Jahre 2000 herrscht in der Schweiz Preisstabilität. Die durchschnittliche Jahresteueringaben belief sich im vergangenen Jahrzehnt auf knapp 1%.

Fazit

Die fundamentalen Veränderungen der internationalen Währungsordnung führten im Laufe der Jahrzehnte zu einer deutlichen Umstellung des die Nationalbank bindenden Rechtsrahmens, ihrer Instrumente und ihrer geldpolitischen Strategie. Die Einsichten und das Verständnis für die Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik änderten sich im Laufe der Zeit stark. In den 1920er-Jahren vertrat die SNB – wie andere Zentralbanken – noch die Ansicht, dass der Goldstandard die Voraussetzung für eine funktionierende Weltwirtschaft und ein stabiles Preisniveau bilde. Heute besteht jedoch ein breiter internationaler Konsens darüber, dass auch in einem Papiergeldsystem mit flexiblen Wechselkursen stabile Preise möglich sind. Voraussetzung ist eine unabhängige Zentralbank mit einem klaren Mandat zur Gewährleistung der Preisstabilität. ■

Kasten 1

Literatur

- Baltensperger, Ernst (2009): Währungsgeschichte der Schweiz im 19. und 20. Jahrhundert. Vorlesungsunterlagen.
- Bordo, Michael, und Harold James (2007): Die Nationalbank 1907-1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend? In: Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007, 29-118. Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Jordan, Thomas J. (2005): Umsetzung der Geldpolitik in der Schweiz. In: Die Volkswirtschaft, 4/2005. S. 4-8.
- Jordan, Thomas J., Michel Peytrignet und Enzo Rossi (2010): Ten Years' Experience with the Swiss National Bank's Monetary Policy Strategy. In: Swiss Journal of Economics and Statistics, forthcoming.
- Kugler, Peter, und Georg Rich (2002): Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in the late 1970's. In: Swiss Journal of Economics and Statistics 138(3), S. 241-269.
- Peytrignet, Michel (2007): Die Geldmenge als monetäres Zwischenziel. In: Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007, S. 254-273. Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- Zurlinden, Mathias (2003): Goldstandard, Deflation und Depression: Die schweizerische Volkswirtschaft in der Weltwirtschaftskrise. In: Schweizerische Nationalbank Quartalsheft 2/2003, S. 86-116.