

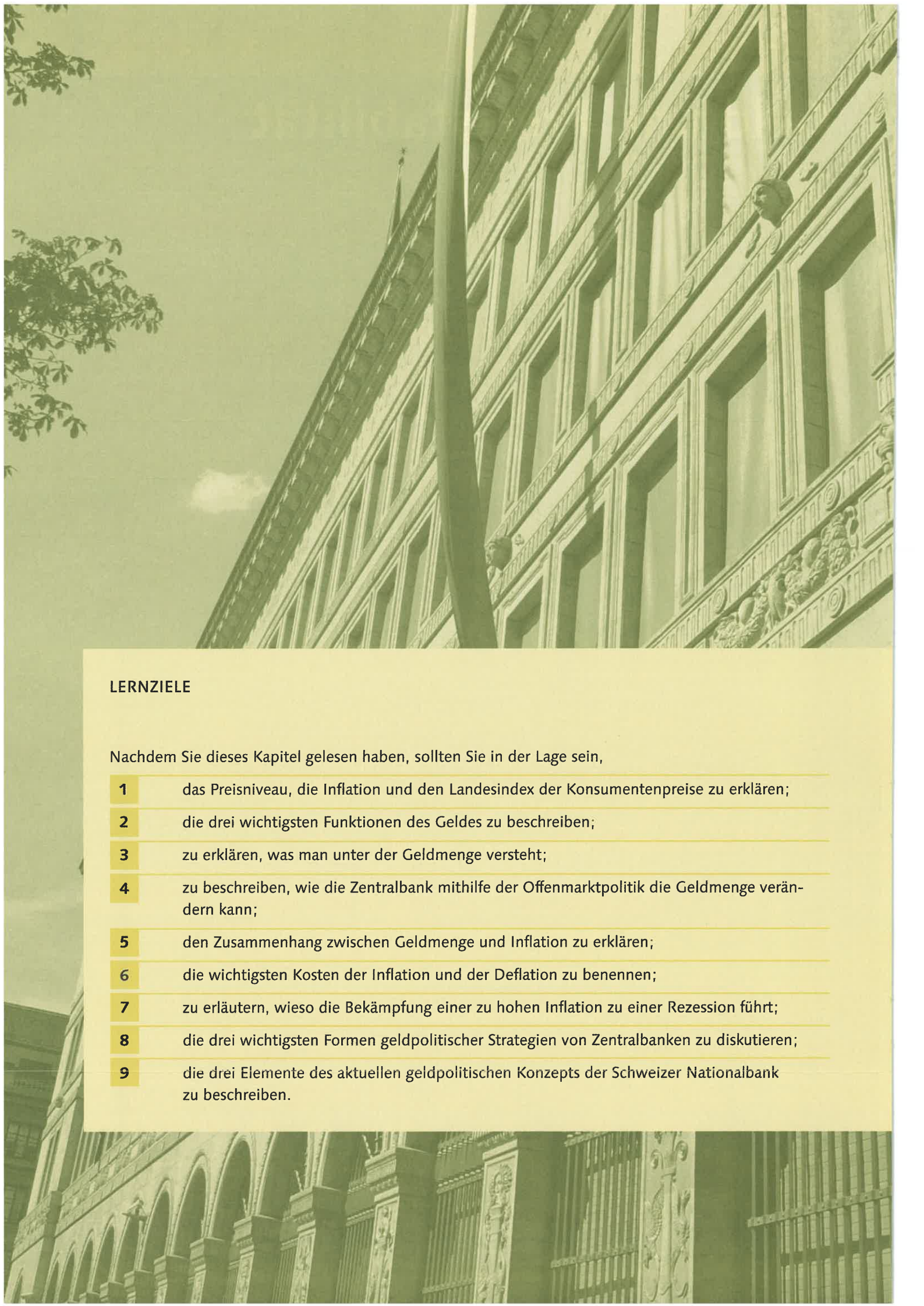
# Geld und Preisstabilität

*«Lenin soll angeblich gesagt haben, die beste Methode zur Zerstörung des kapitalistischen Systems sei die Aushöhlung der Währung. [...] Lenin hat zweifellos recht, gibt es doch keine subtilere Methode zur Zerstörung der bestehenden gesellschaftlichen Grundlagen als die Entwertung der Währung. [...] Dieser Prozess setzt alle verborgenen Kräfte der Ökonomie auf Seiten der Zerstörung ein und zwar auf eine Art und Weise, die nicht einer unter einer Million Menschen diagnostizieren kann.»*

John Maynard KEYNES (1883–1946), britischer Ökonom

6.1	Die Messung der Preisstabilität	166
6.2	Was ist Geld?	168
6.3	Die Entstehung von Geld	171
6.4	Der Zusammenhang zwischen Geld und Inflation	174
6.5	Wieso sind Inflation und Deflation schädlich?	176
6.6	Geldpolitische Strategien	182
6.7	Schweizer Geldpolitik	185





## LERNZIELE

Nachdem Sie dieses Kapitel gelesen haben, sollten Sie in der Lage sein,

- 1** das Preisniveau, die Inflation und den Landesindex der Konsumentenpreise zu erklären;
- 2** die drei wichtigsten Funktionen des Geldes zu beschreiben;
- 3** zu erklären, was man unter der Geldmenge versteht;
- 4** zu beschreiben, wie die Zentralbank mithilfe der Offenmarktpolitik die Geldmenge verändern kann;
- 5** den Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation zu erklären;
- 6** die wichtigsten Kosten der Inflation und der Deflation zu benennen;
- 7** zu erläutern, wieso die Bekämpfung einer zu hohen Inflation zu einer Rezession führt;
- 8** die drei wichtigsten Formen geldpolitischer Strategien von Zentralbanken zu diskutieren;
- 9** die drei Elemente des aktuellen geldpolitischen Konzepts der Schweizer Nationalbank zu beschreiben.

Im Januar 1923 kostete ein US-Dollar in der Weimarer Republik 20000 Mark, im August war es bereits eine Million, im September eine Milliarde und im Oktober unglaublich eine Billion Mark. Es erfordert wenig Fantasie, sich die verheerende Wirkung einer solchen Inflation auf die Wirtschaft eines Landes vorzustellen. Gut verständlich, dass gerade in Deutschland die Angst vor einer Geldentwertung deshalb nach wie vor tief sitzt. Innerhalb weniger Wochen wurden im Herbst 1923 die Geldvermögen einer ganzen Generation buchstäblich vernichtet. Erreicht eine Inflation derartige Ausmasse, dann wird sie sofort zur zentralen Herausforderung für die Wirtschaftspolitik. Denn deren offensichtliche Aufgabe ist es, solche ökonomischen Katastrophen zu vermeiden.

Wir werden in diesem Kapitel die Hintergründe der Preisstabilität erläutern und dabei auf die zentrale Rolle der Geldpolitik eingehen.

Das Kapitel ist wie folgt aufgebaut:

- 6.1 zeigt, wie sich das gesamtwirtschaftliche Preisniveau messen lässt. Inflation ist die Veränderung dieser Grösse über die Zeit.
- 6.2 erklärt, was genau unter Geld verstanden wird und warum es in einer arbeitsteiligen Wirtschaft von so grosser Bedeutung ist.
- 6.3 stellt dar, wie die Zentralbank die Wirtschaft mit Geld versorgt.
- 6.4 erläutert den Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation.
- 6.5 analysiert die Kosten der Inflation; dabei geht es sowohl um die Kosten der Geldentwertung wie auch um die Kosten der Inflationsbekämpfung.
- 6.6 erläutert die drei grundsätzlichen Strategien, mit denen Zentralbanken das Ziel der Preisstabilität verfolgen können.
- 6.7 erklärt die Rolle und das aktuelle geldpolitische Konzept der Schweizerischen Nationalbank.



## 6.1 Die Messung der Preisstabilität

Inflation bedeutet eine laufende Steigerung des Preisniveaus. Steigt das *Preisniveau*, so sinkt die *Kaufkraft* des Geldes, das heisst, mit einer bestimmten Geldsumme kann ich weniger Güter erwerben. Dabei verändern sich alle Preise, also eben das allgemeine Preisniveau. Erhöhen sich nur einzelne Preise, so handelt es sich keineswegs um eine Inflation, sondern um eine Veränderung relativer Preise. Ebenso muss man Inflation von einer einmaligen, generellen Preissteigerung unterscheiden, bei der sich zwar das Preisniveau erhöht, dies aber nur ein einziges Mal um einen bestimmten Faktor. Von einer echten Inflation spricht man erst bei einer laufenden Geldentwertung, bei der die Preise über längere Zeit steigen.

Im Gegensatz zu einzelnen Güterpreisen lässt sich das gesamtwirtschaftliche Preisniveau für alle Güter nicht direkt beobachten. Diese Grösse muss aus der Zusammenfassung der verschiedenen Güterpreise konstruiert werden. Typischerweise berechnet man dabei den Preis eines repräsentativen *Warenkorbs* und bildet daraus einen Index (man setzt also zu einem bestimmten Zeitpunkt das Preisniveau gleich 100). Der Warenkorb entspricht den durchschnittlichen Ausgaben eines Haushalts während einer bestimmten Periode. Erhöht sich der Preis dieses Güterbündels über die Zeit, spricht man von Inflation.

In der Schweiz wird der Preis dieses Warenkorbs im sogenannten *Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)* ausgewiesen. Die Zusammensetzung des Warenkorbs wird alle fünf Jahre, die Gewichtung seiner einzelnen Komponenten dagegen

### → Preisniveau

Höhe der Preise in einem Land, meist gemessen als Preis eines repräsentativen Warenkorbs.

### → Kaufkraft

Menge an Gütern, die mit einer bestimmten Menge Geld gekauft werden kann.

### → Warenkorb

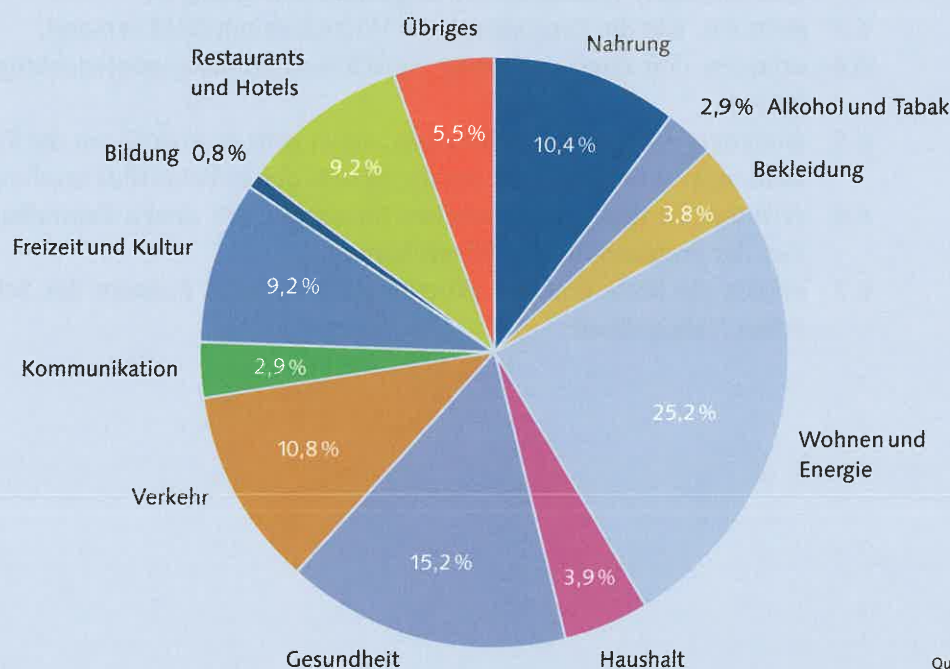
Gewichtetes Bündel von Gütern, das anhand der Ausgaben eines durchschnittlichen Haushalts zusammengestellt wird.

### → Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)

Index, der die Preisentwicklung eines für Schweizer Haushalte repräsentativen Warenkorbs misst.

Abb. 6.1

Hauptgruppen und ihre Gewichtung im Landesindex der Konsumentenpreise 2017



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS)

## Warum sind die Krankenkassenprämien im Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) nicht enthalten?

Die Krankenkassenprämien machen für viele Haushalte einen bedeutenden Teil der Ausgaben aus; entsprechend schmerzhaft sind auch die regelmässigen Prämien erhöhungen. Dieser wichtige Posten taucht aber in der obigen Darstellung des LIK gar nicht auf. Ist der LIK deshalb unvollständig?

Die Antwort ist Nein, denn der LIK versucht nicht, die Ausgaben des durchschnittlichen Schweizer Haushaltes direkt abzubilden. Er versucht vielmehr, die Preisentwicklung der durchschnittlich konsumierten Güter zu erfassen. Dass Ausgaben und Konsum nicht immer das Gleiche

sein müssen, zeigt der Gesundheitsbereich. Denn für den Konsum der entsprechenden Güter, wie z. B. Spitalleistungen, Arztbesuche oder Medikamente, müssen wir nicht direkt aufkommen. Diese Leistungen «bezahlen» wir vielmehr indirekt über Prämienzahlungen. Der LIK misst nun die Gesundheitskosten nicht anhand deren Finanzierung (Krankenkassenprämien), sondern direkt anhand der Preise der konsumierten Gesundheitsleistungen. Aus dem gleichen Grund sind auch die Beiträge für die Arbeitslosenversicherung oder für die Altersvorsorge nicht im LIK enthalten.

jährlich dem veränderten Konsumentenverhalten angepasst. **Abbildung 6.1** enthält ein Diagramm mit den wichtigsten Güterkategorien und ihrem Gewicht im LIK des Jahres 2017.

Das grösste Gewicht erhielten demnach die Kategorien Wohnen und Energie (25,2%), Gesundheit (15,2%) sowie Verkehr (10,8%). Mit der Zunahme des Wohlstands sinkt im Übrigen der Anteil der Nahrung laufend, während derjenige der Gesundheit stetig ansteigt.

→ **Teuerungsausgleich**  
Erhöhung von nominalen Grössen (z. B. Löhne oder Renten), sodass bei Inflation (Teuerung) der erlittene Kaufkraftverlust ausgeglichen wird.

Der LIK ist eine wichtige volkswirtschaftliche Grösse. Er bildet nicht nur die Basis für die Berechnung des *Teuerungsausgleichs* in verschiedenen Arbeitsverträgen oder bei Renten und Mieten. Auch für die Geldpolitik ist der LIK bedeutsam, trifft doch die Schweizerische Nationalbank ihre Entscheide auf der Basis seiner mittelfristigen Entwicklung. Und wie erfolgreich eine Zentralbank arbeitet, misst sich weltweit in erster Linie an der Veränderung derartiger Indikatoren.

Entsprechend wichtig ist es auch, sich seiner Grenzen bewusst zu sein. Obwohl der Warenkorb alle fünf Jahre angepasst wird, widerspiegelt der LIK nur ungefähr die Preise der Güter, die ein durchschnittlicher Haushalt konsumiert. Denn nicht jedes Einzelprodukt ist enthalten, und die Konsumgewohnheiten können sich innerhalb der fünf Jahre verändern. Auch kann der Index Qualitätsverbesserungen von Gütern nicht vollständig erfassen. Ein heutiger Computer hat mit einem gleich teuren Computer vor vier Jahren nicht mehr viel gemeinsam. Für den gleichen Preis erhält man heute wesentlich mehr Leistung. Man könnte daher argumentieren, dass der Preis der Computerleistung gesunken ist, auch wenn der Computer immer noch gleich viel kostet. Da der LIK solche Effekte nicht erfassen kann, geht man in der Regel davon aus, dass die Veränderung des LIK die Inflation leicht überschätzt.

## 6.2 Was ist Geld?

Wir wollen uns zunächst der Frage zuwenden, wozu Geld überhaupt nötig ist und was man genau unter Geld versteht.

### 6.2.1 Wozu ist Geld notwendig?

Dass ein an sich wertloses Stückchen Papier einen Wert aufweisen kann, ist verblüffend. Ebenso erstaunt, dass dieses Papier für die wirtschaftliche Entwicklung eine derartig zentrale Bedeutung hat und ihm die ökonomische Analyse so viel Aufmerksamkeit widmet. Der Grund ist, dass Geld eine Reihe von Funktionen erfüllt, ohne die eine arbeitsteilige Wirtschaft undenkbar wäre. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um drei Funktionen. Geld dient als:

- Tauschmittel,
- Wertaufbewahrungsmittel,
- Masseinheit.

Mit Abstand die wichtigste dieser drei Funktionen ist diejenige als Tauschmittel. Geld ist die unverzichtbare Voraussetzung für einen effizienten wirtschaftlichen Austausch. Stellen wir uns eine Welt ohne Geld vor: In einer solchen Welt könnte man Güter nicht mit Geld, sondern nur im Tausch gegen andere Güter erwerben. Hätte man etwa Lust auf eine Flasche Wein, könnte man nicht einfach eine bestimmte Geldsumme auslegen und dieses Gut irgendwo kaufen. Man müsste vielmehr Personen finden, die bereit wären, einem exakt dieses Gut im Austausch für andere Güter zu überlassen, die man gerade besitzt. Und es wären Verhandlungen mit den potenziellen Verkäufern darüber nötig, wie viele Flaschen Wein sie einem beispielsweise für ein Paar Schuhe bieten würden. Wobei die Schuhe, die man offerieren würde, genau die richtige Grösse haben und dem Weinverkäufer gefallen müssten. Denkt man solche Beispiele weiter, werden einem rasch die immensen Transaktionskosten einer solchen Tauschwirtschaft bewusst. Wie viel einfacher wird dieser Handel doch mit einem generell akzeptierten Zahlungsmittel, das in diesem Fall gegen das gewünschte Gut eingetauscht werden kann. Es ist dann nicht mehr nötig, dass der Weinverkäufer genau das verwenden kann, was man ihm anbietet, sondern er akzeptiert das Geld, mit dem er all diejenigen Güter erwerben kann, die er benötigt. Es ist also nicht übertrieben zu behaupten, dass eine moderne, arbeitsteilige Wirtschaft ohne Geld funktionsunfähig wäre. Die Tauschprozesse wären so aufwändig, dass die *Spezialisierung* sehr schnell an natürliche Grenzen stossen würde.

Die zweite wichtige Funktion des Geldes ist diejenige als Wertaufbewahrungsmittel. Geld ermöglicht es, Kaufkraft zu «lagern». Man muss es nicht unbedingt sofort ausgeben, ein Kauf kann auch aufgeschoben werden. Das wäre mit zahlreichen Waren und den allermeisten Dienstleistungen nicht möglich. Diese Wertaufbewahrungsfunktion erklärt unter anderem, warum die Inflation ein Problem darstellt. Ein Prozess, bei dem sich das Geld über die Zeit entwertet, stört diese wichtige Funktion ganz empfindlich und kann sie im Extremfall sogar zerstören: Bei sehr hoher Inflation wird niemand mehr Geld als Wertaufbewahrungsmittel nutzen.



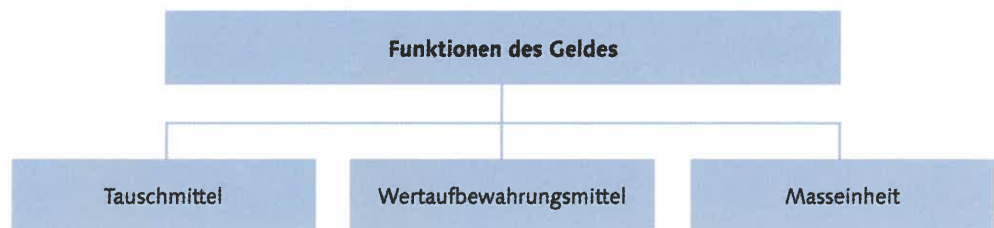
*Nicht alle Zahlungsmittel bestehen aus Bargeld; allerdings sind die entsprechenden Bankkonten so liquide, dass wir sie jederzeit in Bargeld umtauschen können.*

#### → Spezialisierung

Die Unternehmen und die einzelnen Arbeitnehmenden konzentrieren sich auf bestimmte eingeschränkte Abläufe innerhalb des Produktionsprozesses.

Die dritte Funktion des Geldes ist diejenige als Masseinheit. Weil alle Preise in Geldeinheiten ausgedrückt werden, ist der relative Wert von Gütern einfach zu vergleichen. In einer Situation ohne Geld müsste der Preis eines Lehrbuchs etwa in Form seines Gegenwerts in Bananen oder Äpfeln bestimmt werden. Wesentlich einfacher lässt sich da der relative Wert des Lehrbuchs festlegen, wenn er, wie die Preise aller Güter, in Schweizer Franken angegeben wird.

#### Zusammenfassende Übersicht



### 6.2.2 Geldmengen

Die eben besprochenen Funktionen des Geldes kann grundsätzlich jedes Gut übernehmen, das allgemein als Zahlungsmittel akzeptiert wird. Das können Noten und Münzen sein, wie bei uns üblich. Das können aber auch Güter sein wie früher, als Silber und Gold als Zahlungsmittel galten. Schliesslich gibt es auch aus der Not geborene Möglichkeiten wie beispielsweise in Kriegsgefangenenlagern, in denen Zigaretten als Geld verwendet wurden. Das Zahlungsmittel muss nur die oben erwähnten drei Funktionen erfüllen, das heisst, es muss Tauschmittel, Wertaufbewahrungsmittel und Masseinheit sein. In einem Umfeld, in dem niemand Zigaretten produzieren kann – wie eben in einem Gefangenenlager –, erfüllen diese ohne Weiteres alle drei Funktionen.

Als effizienteste Art der Geldschaffung hat sich die Einrichtung eines staatlich anerkannten Monopols erwiesen. Dieses Monopol, Zentralbank genannt, hat als einzige Organisation in einem Land die legale Möglichkeit, Geld zu schaffen. Als Geld dienen in einer modernen, arbeitsteiligen Wirtschaft aber nicht nur Noten und Münzen. Jeder weiss aus eigener Erfahrung, dass Zahlungen nicht nur mit physischem Geld geleistet werden können, sondern auch mit Debitkarten (z.B. Maestro-Karten), Kreditkarten oder Checks. In diesem Fall wechselt bei einer Bezahlung kein Bargeld den Besitzer. Im Wesentlichen erfolgen diese Zahlungen über Bankkonten, die so *liquide* sind, dass wir sie wie Geld verwenden können. In einer sinnvollen Definition der Geldmenge müssen diese Konten deshalb integriert sein. Was alles zur Geldmenge gehört, hängt ja letztlich davon ab, was alles als allgemein anerkanntes Zahlungsmittel verwendet werden kann. Weil diese Abgrenzung unterschiedlich ausfallen kann, gibt es auch verschiedene Definitionen der Geldmenge.

Beim engsten Konzept, der sogenannten *Notenbankgeldmenge*, bezeichnet man als Geld lediglich, was die Zentralbank direkt in Umlauf bringt, nämlich die Banknoten, sowie die Girokonten der *Geschäftsbanken* bei der Zentralbank. Diese Konten enthalten Mittel, welche die Geschäftsbanken jederzeit und ohne Bedingungen als Zahlungsmittel verwenden können; sie sind gleich liquide wie Bargeld.

#### → Liquidität

Leichtigkeit, mit der man ein Wertpapier oder ein Kontoguthaben zu Geld machen kann, um damit Zahlungen zu tätigen.

#### → Notenbankgeldmenge

Summe an Banknoten im Umlauf und an Geld auf Girokonten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank.

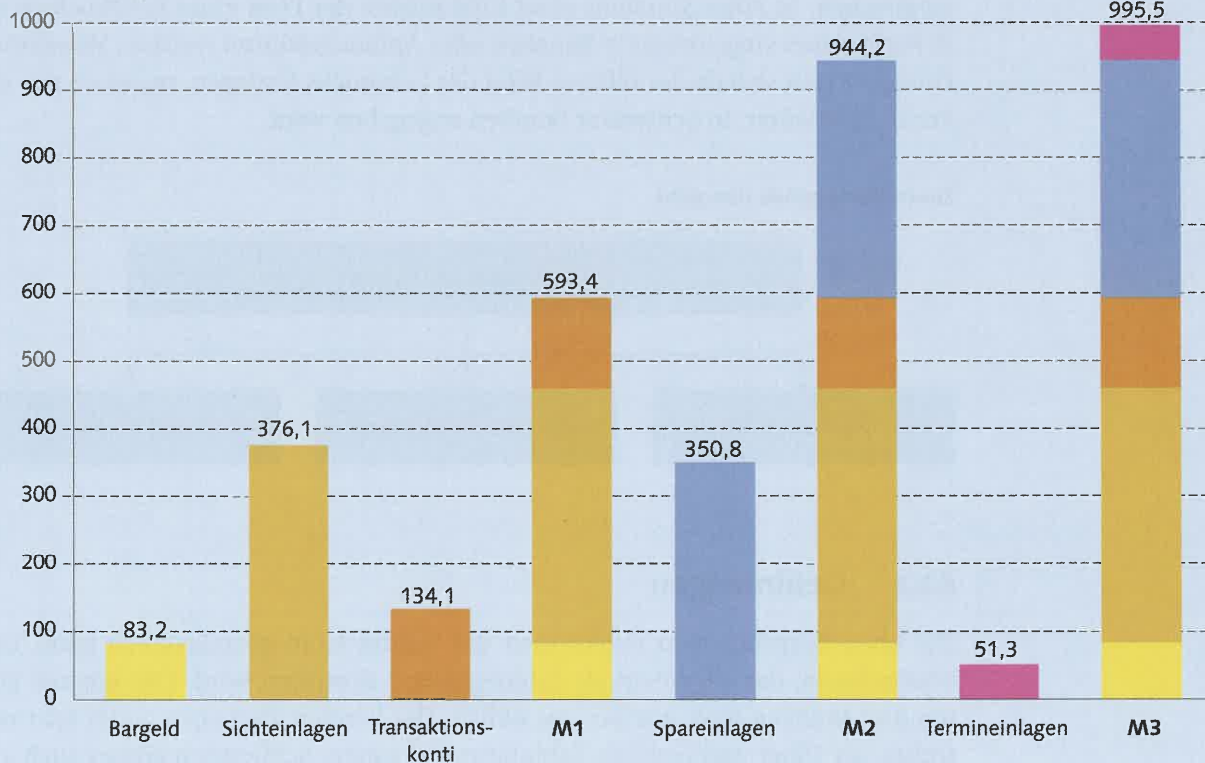
#### → Geschäftsbanken

Kommerzielle Geldinstitute, die Gelder entgegennehmen und als Kredite vergeben. Alle Banken ausser der Zentralbank werden als Geschäftsbanken bezeichnet.



Abb. 6.2

Geldmengen der Schweiz anfangs 2017 (in Mrd. CHF)



Quelle: Schweizerische Nationalbank (SNB)

Die weitergehenden Konzepte umfassen zusätzliche Mittel, die auch genügend liquide sind, um – wenn auch zum Teil mit gewissen Einschränkungen – als Zahlungsmittel verwendet werden zu können. Man bezeichnet die verschiedenen Definitionen der Geldmenge mit M1, M2 und M3.

M1 beinhaltet neben dem Bargeld auch sogenannte *Sichteinlagen* und *Transaktionskonten*, das heisst jene Konten, über die wir etwa mit einer Maestro-Karte jederzeit direkt Zahlungen leisten können. Diese beiden Kontenformen sind so liquide, dass sie von den Kontoinhaberinnen und -inhabern ohne Weiteres als Zahlungsmittel verwendet werden können.

M2 ist eine breiter gefasste Geldmenge, die zusätzlich zu M1 die *Spareinlagen* berücksichtigt. Diese sind nicht ganz so liquide wie Sichtguthaben und Transaktionskonten. Sie können nicht direkt für Zahlungen verwendet, innerhalb einer Rückzugslimite allerdings einfach in Bargeld umgewandelt werden.

M3 ist die weitestgehende der gebräuchlichen Geldmengendefinitionen. Sie entspricht M2 zuzüglich der *Termineinlagen*. Solche auf Termin angelegte Gelder können eigentlich erst bei Fälligkeit in Bargeld umgewandelt werden, eine vorzeitige Auflösung ist mit Kosten verbunden. Sie sind damit weniger liquide als die Spareinlagen, können aber doch, wenn auch mit Kostenfolgen, relativ einfach als Zahlungsmittel verwendet werden.

Abbildung 6.2 stellt die Zusammensetzung der verschiedenen Geldmengenkonzpte für die Schweiz dar und zeigt die Grössenordnungen.

→ **Sichteinlagen**

Bankguthaben, über die innert kurzer Frist verfügt werden kann.

→ **Transaktionskonten**

Bankeinlagen, die für Zahlungen verwendet werden.

→ **Spareinlagen**

Bankeinlagen, die nicht direkt für den Zahlungsverkehr bestimmt sind.

→ **Termineinlagen**

Einlagen, die für eine bestimmte Zeitspanne den Geschäftsbanken zur Verfügung gestellt werden und erst nach Ablauf dieser Frist wieder verfügbar sind.



## 6.3 Die Entstehung von Geld

### 6.3.1 Wie bringt die Zentralbank Geld in Umlauf?

Will die Zentralbank die Geldmenge verändern, so tut sie dies in der Regel, indem sie mit den Geschäftsbanken Transaktionen tätigt. Dies wird als *Offenmarktpolitik* bezeichnet.

Die Grundidee der Offenmarktpolitik besteht darin, dass die Zentralbank *Wertpapiere* im weitesten Sinne auf den Finanzmärkten («offener Markt») kauft oder verkauft. Damit kann sie die Geldmenge erhöhen oder reduzieren, weil sie die Transaktionen mit Zentralbankgeld bezahlt oder solches Geld einnimmt. Betrachten wir ein konkretes Beispiel: Nehmen wir an, dass die Zentralbank eine expansive Geldpolitik verfolgt. Sie möchte also die Geldmenge erhöhen. In diesem Fall kauft sie auf dem Kapitalmarkt Wertpapiere, beispielsweise eine Staatsobligation. Sie bezahlt diese Obligation mit «frisch gedrucktem» Geld. Die Zentralbank ist ja in der speziellen Position, etwas mit selbst geschaffenen Geld kaufen zu können. Das neue Zentralbankgeld fließt zur Geschäftsbank, die das Wertpapier verkauft. Dadurch erhöht sich die im Umlauf befindliche Geldmenge. Über die Kreditvergabe dieser und weiterer Geschäftsbanken vermehren sich dann, wie wir noch sehen werden, die liquiden Mittel durch den Geldschöpfungsmultiplikator.

Möchte die Zentralbank umgekehrt eine restriktive Geldpolitik betreiben und die Geldmenge reduzieren, verkauft sie ein Wertpapier auf dem offenen Markt. Sie verkauft beispielsweise eine Staatsobligation an eine Geschäftsbank. Indem diese den Preis der Obligation an die Zentralbank zahlt, wird Geld im Wert der Kaufsumme dem Markt entzogen; die Geldmenge hat sich damit reduziert.

Wir können die beschriebenen Mechanismen der Offenmarktpolitik direkt an der modellhaften Bilanz einer Zentralbank zeigen, die in **Abbildung 6.3** dargestellt ist.

Auf der linken Seite einer Zentralbankbilanz stehen Aktiva, also Wertgegenstände, die sich im Besitz der Nationalbank befinden, wie Gold, *Devisen*, inländische Wertpapiere, aber auch andere Aktiva wie Gebäude oder Landbesitz. Auf der Passivseite der Bilanz stehen die sich im Umlauf befindenden Noten und Münzen, die bereits erwähnten sogenannten *Girokonten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank* sowie die Reserven. Mit Ausnahme der Reserven sind dies also die liquiden Mittel, die in der engsten Definition der Geldmenge (Notenbankgeldmenge) enthalten sind. Dass das im Umlauf befindliche Geld auf der Passivseite der Zentral-

→ **Offenmarktpolitik**  
Kauf und Verkauf von Aktiva (hauptsächlich Wertschriften) durch die Zentralbank, um ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen.

→ **Wertpapier**  
Ein Dokument, das den Inhaber als Eigentümer einer Sache oder einer Forderung ausweist und deshalb einen Wert besitzt. Im engeren Sinne werden Finanzmarkttitel wie Aktien oder Obligationen als Wertpapiere bezeichnet.

→ **Devisen**  
Gelder und Kontoguthaben in einer Fremdwährung.

→ **Girokonten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank**  
Konten, welche die Geschäftsbanken bei der Zentralbank haben. Diese sind so liquide wie Bargeld und werden deshalb zur Notenbankgeldmenge gezählt.

**Abb. 6.3**  
**Modellhafte Bilanz einer Zentralbank**

#### Aktiva

- Gold
- Inländische Wertpapiere
- Ausländische Wertpapiere (Devisen)
- Andere Aktiva

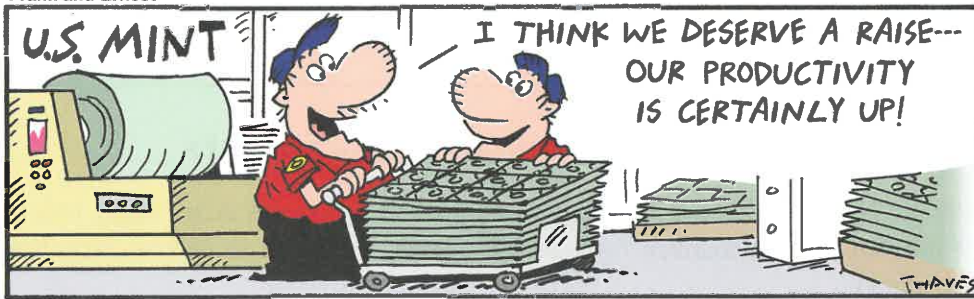
#### Passiva

- Notenumlauf
- Girokonten der Geschäftsbanken
- Reserven

Bei einer expansiven Geldpolitik nimmt die Bilanzsumme zu, da die Zentralbank mit neu geschaffenem Notengeld auf dem offenen Markt Aktiva, z. B. Devisen kauft.

In der Bilanz steigen dadurch auf der Aktivseite der Posten «Devisen» und auf der Passivseite der Posten «Notenumlauf» um den gleichen Betrag.

Frank and Ernest



©2009 Thaves. Reprinted with permission. Newspaper dist. by UFS, Inc.

*In der Münzstätte der USA: «Ich denke, wir hätten eine Lohnerhöhung verdient... Unsere Produktivität ist zweifellos gestiegen!»*

bankbilanz steht, kommt daher, dass mit diesen Mitteln die auf der Aktivseite der Bilanz stehenden Wertpapiere, Devisen oder Goldbestände finanziert werden.

Will die Zentralbank nun eine expansive Geldpolitik betreiben, so verlängert sie die Bilanz auf der Aktiv- und der Passivseite um den gleichen Betrag. Sie kauft auf dem offenen Markt Aktiva; typischerweise Gold, Devisen oder Wertpapiere, theoretisch möglich wären aber auch Gebäude, Gemälde oder beliebige andere Wertgegenstände. Der entsprechende Posten auf der Aktivseite erhöht sich um den Wert dieser Aktiva. Auf der Passivseite erhöhen sich entweder der Notenumlauf oder die Girokonten der Geschäftsbanken um den gleichen Betrag, sodass die Bilanz wieder ausgeglichen ist. Für den Kauf der Aktiva hat die Zentralbank damit die entsprechende Menge an liquiden Mitteln neu geschaffen.

Will die Zentralbank umgekehrt eine restriktive Geldpolitik betreiben, dann verkürzt sie die Bilanz. Sie verkauft Aktiva, beispielsweise Gold, womit sich der Goldbestand auf der Aktivseite und gleichzeitig der Notenumlauf auf der Passivseite reduzieren. Der Notenumlauf wird reduziert, weil die Zentralbank für den Verkauf des Goldes liquide Mittel erhält, die damit aus dem Umlauf und folglich auch aus der Zentralbankbilanz verschwinden.

Wie wir bei der Beschreibung der expansiven Geldpolitik gesehen haben, handelt es sich bei Zentralbanken offenbar um Institutionen in heikler Position. Denn die Zentralbank ist die einzige staatliche Stelle, die Instrumente zur Geldschöpfung besitzt. Sie kann sich prinzipiell kaufen, was immer sie möchte: der Traum eines jeden Finanzministers. Darum müssen hier strikte Vorkehrungen dafür sorgen, dass diese Macht nicht missbraucht wird und keine Staatsausgaben über die Geldschöpfung finanziert werden, was unweigerlich eine Inflation auslösen würde. Entsprechend wichtig ist deshalb, dass die Zentralbank einen klaren Auftrag hat und von der Regierung unabhängig ist.

Aus der Bilanz in **Abbildung 6.3** ist auch sofort ersichtlich, dass die Zentralbank fast immer einen Gewinn erwirtschaften wird, auch wenn dies gar nicht das Ziel ihrer Tätigkeit ist. Denn auf den Notenumlauf der Passivseite bezahlt sie keine Zinsen, doch mit den Wertpapieren auf der Aktivseite erzielt sie eine Rendite. Diese Gewinne werden an den Staat abgeliefert; in der Schweiz erhalten etwa die Kantone zwei Drittel und der Bund ein Drittel der Nationalbankgewinne.

## Was bedeutet die Aussage «Die Zentralbank senkt die Zinsen»?

In der öffentlichen geldpolitischen Diskussion ist selten von «Offenmarktpolitik» die Rede. Vielmehr spekuliert man darüber, ob die Zentralbank «die Zinsen» erhöhe oder senke. Welche Zinsen sind hier gemeint? Und stellt dies ein anderes Instrument der Geldpolitik dar?

Es handelt sich dabei keineswegs um ein alternatives Instrument, vielmehr geht es lediglich darum, wie die Geldpolitik kommuniziert wird. In der Praxis hat es sich als am einfachsten erwiesen, die kurzfristigen Ziele der Geldpolitik anhand einer Grösse mitzuteilen, die einfach messbar ist. Dafür bieten sich die Zinsen für sehr kurzfristige Kredite an, die sogenannten *Geldmarktzinsen*. Die Zentralbank erhöht oder senkt über die Offenmarktpolitik das Angebot an Zentralbankgeld und verändert damit

### → Geldmarktzins

Zinsen, die für sehr kurzfristige Kredite auf dem Geldmarkt verlangt werden.

diese kurzfristigen Zinsen. Das geldpolitische Instrument ist aber nach wie vor die Offenmarktpolitik. Wenn die Zentralbank «die Zinsen senkt», dann bedeutet dies, dass sie so lange eine expansive Offenmarktpolitik verfolgt (und dadurch die Menge an Geld erhöht), bis der entsprechende kurzfristige Zinssatz (also der Preis für dieses Geld) auf das angekündigte Niveau gesunken ist. Im Falle der amerikanischen Zentralbank ist dieser sogenannte *Leitzins* die «Federal Funds Rate». Im Falle der Schweizerischen Nationalbank handelt es sich, wie wir noch sehen werden, um den Dreimonats-Libor, also einen kurzfristigen Zinssatz für Schweizer Franken im Geschäft zwischen Banken.

### → Leitzins

Zentraler kurzfristiger Zinssatz für die Kommunikation der Geldpolitik.

### 6.3.2 Der Geldschöpfungsmultiplikator

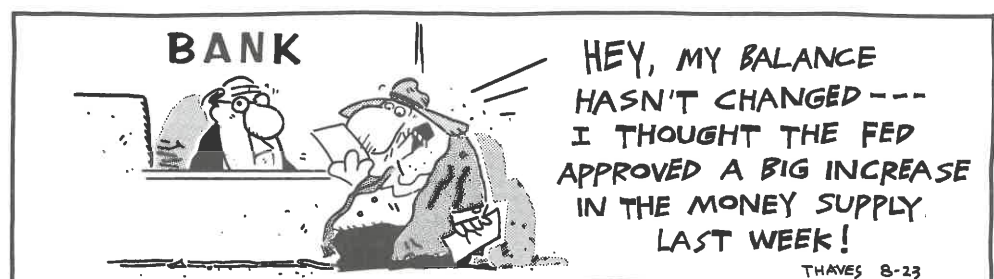
Wenn nur die Zentralbank als staatliches Monopol Geld herausgeben darf, wie lässt sich dann eigentlich erklären, dass die umfangreichste Geldmenge M3 um ein Vielfaches grösser ist als die Notenbankgeldmenge? Die Antwort auf diese Frage gibt uns der sogenannte *Geldschöpfungsmultiplikator*. Dieser besagt, dass das von der Zentralbank herausgegebene Geld sich über die Tätigkeit des Bankensystems um ein Vielfaches vermehrt. Dies lässt sich anhand eines einfachen Beispiels veranschaulichen: Nehmen wir an, die Zentralbank betreibt eine expansive Offenmarktpolitik und schaffe zusätzliche 10 000 Franken, die auf dem Konto einer Geschäftsbank landen. Diese ist verpflichtet, einen gewissen Mindestbetrag davon als Reserve zu halten, kann also nicht die gesamten 10 000 Franken als Kredite vergeben. Dieser sogenannte *Mindestreservesatz* betrage 10 Prozent. Die Bank kann also von den 10 000 Franken, die sie von der Zentralbank erhalten hat, 9000 Franken als Kredite weitergeben. Gehen wir davon aus, dass ein Unternehmen diesen Kredit erhält und sich dafür eine Maschine kauft. Der Verkäufer der Maschine zahlt die 9000 Franken anschliessend bei seiner Hausbank ein. Diese wird nun ihrerseits diesen Betrag nicht einfach auf dem Konto belassen, sondern

### → Geldschöpfungsmultiplikator

Faktor, um den sich eine von der Zentralbank geschaffene Geldeinheit durch die Geldschöpfung der Geschäftsbanken maximal erhöhen kann.

### → Mindestreservesatz

Prozentualer Anteil der Kundenguthaben, der von den Banken als Sicherheit liquide gehalten werden muss und nicht als Kredite vergeben werden darf.



«Hey, mein Kontostand hat sich nicht verändert; dabei habe ich gedacht, dass das Fed [US-amerikanische Zentralbank] letzte Woche eine starke Erhöhung der Geldmenge beschlossen hat!»



zur Kreditvergabe nutzen. Dabei muss sie von den 9000 eingezahlten Franken wiederum 10 Prozent als Mindestreserve zurückbehalten und kann somit einen Kredit von 8100 Franken an ein anderes Unternehmen vergeben. Schon nach diesen beiden Schritten sind aus den 10 000 Franken Nationalbankgeld zusätzliche 17 100 Franken an *liquiden Mitteln* geschaffen worden. Und dieser Prozess setzt sich immer weiter fort, bis im Extremfall aus den ursprünglichen 10 000 Franken Zentralbankgeld 100 000 Franken liquide Mittel geworden sind. Dies ist dann der Fall, wenn das gesamte als Kredit vergebene Geld immer wieder an die Banken zurückfliesst. Der Geldschöpfungsmultiplikator lässt sich einfach errechnen:

$$\text{Geldschöpfungsmultiplikator} = \frac{1}{\text{Reservesatz}}$$

In unserem Beispiel ist der Reservesatz 0,1, und der Geldschöpfungsmultiplikator beträgt demnach 10.

Dieses Beispiel zeigt, wie über den Bankensektor zusätzliche liquide Mittel – also Geld – geschaffen werden. Durch das Zusammenwirken von Zentralbank und Geschäftsbanken entstehen wesentlich mehr Zahlungsmittel, als die Zentralbank ursprünglich ins Bankensystem eingeschleust hat. Die Basis der zusätzlichen *Geldschöpfung* der Geschäftsbanken ist aber immer der ursprünglich von der Zentralbank zur Verfügung gestellte Betrag. Damit ist die Geldmenge, die insgesamt geschaffen werden kann, stets von den Aktionen der Zentralbank abhängig. Von ihr mag zwar nur ein Bruchteil der liquiden Mittel stammen, sie kann aber dennoch die Entwicklung der gesamten Geldmenge steuern.

→ **Liquide Mittel**

Finanzielle Mittel wie z. B. Bargeld oder Kontoguthaben, mit denen Zahlungen getätigt werden können.

→ **Geldschöpfung**

Schaffung von Geld, indem die Zentralbank den Geschäftsbanken und schliesslich die Geschäftsbanken weiteren Akteuren Kredite gewähren.

## 6.4 Der Zusammenhang zwischen Geld und Inflation

Wir haben schon verschiedentlich über die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflation gesprochen. In diesem Abschnitt wollen wir diesen zentralen Zusammenhang etwas genauer untersuchen. Dabei können wir auf das wohl wichtigste Grundkonzept jeder geldpolitischen Analyse zurückgreifen, auf die sogenannte *Quantitätsgleichung*.

Die Quantitätstheorie des Geldes lässt sich anhand einer einfachen Gleichung erläutern, aus deren Analyse wir die Effekte der Geldpolitik auf die Inflation ableiten können. Diese Quantitätsgleichung lautet wie folgt:

$$P \text{ (Preisniveau)} \times Q \text{ (reales BIP)} = M \text{ (Geldmenge)} \times V \text{ (Geldumlaufgeschwindigkeit)}$$

Diese Gleichung gilt per Definition immer. Ein Ungleichgewicht ist deshalb, auch kurzfristig, nicht möglich. Verändert sich also eine der Grössen, dann muss sich gleichzeitig eine andere Grösse so ändern, dass die Gleichung wieder gilt.

Wie aber setzt sich die Gleichung zusammen? Sowohl auf der rechten als auch auf der linken Seite der Gleichung steht der gleiche Betrag, jedoch einmal in Form von Geld (rechte Seite) und einmal als in Geldeinheiten bewertetes BIP (linke Seite). Die Multiplikation des Preisniveaus *P* mit dem realen Bruttoinlandprodukt *Q* ergibt das nominale Bruttoinlandprodukt, also das BIP, ausgedrückt beispielsweise

→ **Quantitätsgleichung**

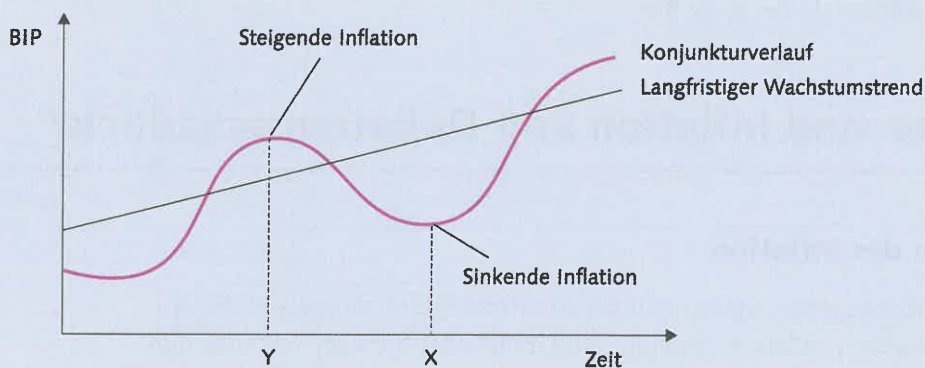
Ökonomische Identität, nach der das nominale BIP der Geldmenge multipliziert mit der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes entsprechen muss.

## Inflation im einfachen Makro-Schema

Wir können das in Kapitel 4 eingeführte gesamtwirtschaftliche Schema auch verwenden, um Situationen mit unterschiedlicher Inflationsneigung zu unterscheiden. Wir haben gesehen, dass die Inflation dann tendenziell ansteigt, wenn die Geldpolitik zu expansiv ist und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stark stimuliert wird. In **Abbildung 6.4** finden sich solche Situationen dort, wo das tatsächliche BIP in einer Periode deutlich höher liegt als das Trend-BIP, also zum Beispiel im Zeitpunkt Y. In dieser Situation wird mehr nachgefragt, als bei Normalauslastung produziert werden kann, und dieser Nachfrageüberhang führt zu einem erhöhten Preisdruck. Zum Beispiel müssen gewisse Arbeitskräfte teure Überstunden

leisten, um die nachgefragte Menge herzustellen, womit die Güterpreise ansteigen. Befindet sich die Wirtschaft in einer Hochkonjunktur, so beginnt deshalb die Inflation in der Regel anzuziehen. Umgekehrt ist in einer Situation wie im Zeitpunkt X die nachgefragte Menge kleiner als jene, die bei Normalauslastung produziert wird. In einer solchen Situation mit Überangebot werden die Produzenten versuchen, die Nachfrage über Preissenkungen zu stimulieren. In einer Rezession sinkt deshalb der Preisdruck, und die Inflation bildet sich zurück. Ist die Rezession besonders heftig, so können die Preise auch zu sinken beginnen und es kann zu einer Deflation kommen.

**Abb. 6.4**  
Inflation im Makro-Schema



in Franken. Das nominale BIP ist die Wertschöpfung einer Ökonomie in einer bestimmten Zeitperiode, meist während eines Jahres. Um dieses in Geldeinheiten, also hier in Franken, bewerten zu können, ist Geld notwendig. Dieses Geld ist auf der rechten Seite der Gleichung abgetragen, und zwar als Geldmenge  $M$  multipliziert mit der *Umlaufgeschwindigkeit des Geldes*.

Was bedeutet diese Umlaufgeschwindigkeit? Das BIP bildet die Wertschöpfung eines ganzen Jahres ab. Da aber die einzelnen Geldeinheiten – etwa eine Zehnernote – pro Jahr mehrmals für Zahlungen verwendet werden, muss nicht für das gesamte nominale BIP Geld im physischen Sinne vorhanden sein. Es genügt eine kleinere Geldmenge, um den Gegenwert des nominalen BIP abzubilden. Wie gross der nötige Betrag an physischem Geld ist, hängt davon ab, wie viele Male pro Jahr die Zehnernote verwendet wird – dies bezeichnet man als Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Beträgt diese 10, so bedeutet das, dass im Durchschnitt jede Note zehnmal verwendet wird und deshalb nur eine Geldmenge  $M$  benötigt wird, die einem Zehntel des Wertes des nominalen BIP entspricht. Je grösser also die Umlaufgeschwindigkeit  $V$ , desto kleiner ist die benötigte Geldmenge  $M$ .

### → Umlaufgeschwindigkeit des Geldes

Anzahl Transaktionen, die mit einer Einheit Geld in einer Periode durchgeführt werden.

Was aber hat das alles mit der Inflation zu tun?

Mit der Quantitätsgleichung lässt sich analysieren, welche Auswirkungen eine Veränderung der Geldmenge  $M$  hat, also zum Beispiel eine expansive Geldpolitik. Dafür macht man in der Regel die wichtige Annahme, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes konstant ist. Mit anderen Worten heisst dies, dass die Geldnachfrage – die Zahlungsgewohnheiten also – sich nicht stark ändert; wir brauchen im Durchschnitt eine Zehnernote pro Periode immer gleich häufig.

Mit dieser Annahme wird aus der Quantitätsgleichung die *Quantitätstheorie des Geldes*, die in der Analyse der Inflation eine zentrale Rolle spielt. Sie besagt, dass eine zu starke Erhöhung der Geldmenge längerfristig immer zu einer entsprechenden Erhöhung des Preisniveaus und damit zu Inflation führt. Zu stark ist die Veränderung der Geldmenge dann, wenn sie höher als das reale Wirtschaftswachstum (also die Veränderung von  $Q$ ) ausfällt. Diesen Zusammenhang können wir direkt aus der Quantitätsgleichung herauslesen: Erhöhen wir – bei konstanter Geldumlaufgeschwindigkeit ( $V$ ) – die Geldmenge ( $M$ ) stärker, als das reale BIP ( $Q$ ) wächst, dann muss sich zwangsläufig auch das Preisniveau ( $P$ ) erhöhen, damit die Quantitätsgleichung erfüllt bleibt; ein übermässiges Wachstum der Geldmenge führt also zu Inflation. Deflation wiederum würde entstehen, wenn die Geldmenge weniger stark wächst als das reale BIP.

### → Quantitätstheorie des Geldes

Theorie, die besagt, dass in einer Volkswirtschaft langfristig ein proportionaler Zusammenhang zwischen der Entwicklung von Geldmenge und Preisniveau besteht.

## 6.5 Wieso sind Inflation und Deflation schädlich?

### 6.5.1 Kosten der Inflation

Die Kosten der Inflation treten meist nicht derart offensichtlich zutage wie diejenigen der Arbeitslosigkeit. Inflation bedeutet eine mehr oder weniger schleichende Entwertung des Geldes, woran man sich bis zu einem gewissen Grad sogar gewöhnen kann. Klar sichtbar werden die Kosten erst dann, wenn die Inflation eine bestimmte Höhe erreicht hat. So zeigen die Erfahrungen mit *Hyperinflationen*, also mit monatlichen Inflationsraten von über 50%, dass ab einem gewissen Mass die Inflation das Wirtschaftsgeschehen vollständig beherrscht. Allerdings entstehen selbst bei vergleichsweise tiefen Inflationsraten von 10% bis 15% pro Jahr bereits sehr hohe Kosten. Hinzu kommt die ständige Gefahr, dass sich die Inflation ab einer gewissen Höhe weiter nach oben schaukelt; denn eine relativ hohe, aber dennoch stabile Inflation gibt es kaum.

Wenden wir uns also den Kosten einer moderaten Inflation zu. Sie lassen sich in fünf Kategorien unterteilen:

1. Transaktionskosten,
2. Kosten der Unsicherheit,
3. Kosten aufgrund der Verzerrung der relativen Preise,
4. Kosten für die Kreditgeber,
5. Kosten wegen der kalten Progression der Steuern.

Beginnen wir mit den *Transaktionskosten*. Hat die Inflation eine gewisse Höhe erreicht, beginnt man, sich zu überlegen, wie man sich gegen die Geldentwertung schützen kann. Typischerweise wird man versuchen, möglichst wenig Bar-

### → Hyperinflation

Sehr starke Inflation. Als Faustregel gilt: Liegen die monatlichen Inflationsraten über 50%, wird von Hyperinflation gesprochen.

### → Transaktionskosten

Kosten des Austausches von Gütern. Damit ist nicht der Preis des gehandelten Gutes gemeint, sondern die durch die Transaktion zusätzlich anfallenden Kosten (z. B. Informations-, Verhandlungs-, Abwicklungs- und Kontrollkosten).



Hyperinflationen gehören zu den echten volkswirtschaftlichen Katastrophen. Das Bild zeigt eine deutsche Reichsbanknote aus der Zeit der Hyperinflation im Jahr 1923.



geld zu halten, da die Opportunitätskosten der Geldhaltung steigen. Bei höherer Inflation verliert das Geld nämlich laufend an Wert, und es wird immer attraktiver, möglichst viele Mittel auf einem Bankkonto zu belassen, da man dort durch höhere Zinsen für die Inflationsverluste entschädigt wird. Das führt dazu, dass man häufiger zur Bank geht, um jeweils nur kleine Beträge abzuheben, womit die Transaktionskosten steigen. Auf solche an sich unproduktive Tätigkeiten kann man bei tiefer Inflation verzichten. Ebenso kann es bei hoher Inflation zu einer zunehmenden Flucht in *Sachwerte* kommen. Um sich vor der Geldentwertung zu schützen, kauft man dann physische Dinge wie Gold oder Immobilien. Damit verliert das Geld einen gewissen Teil seiner Funktionen, die wir in Abschnitt 6.2 diskutiert haben.

Wichtiger noch sind die Kosten, die durch die Unsicherheit verursacht werden. Eine höhere Inflation ist nur äusserst selten stabil. Läge etwa eine stabile Inflation von 12 % jährlich vor, dann könnte sich die Wirtschaft darauf einstellen und in alle langfristigen Verträge eine Inflationsrate von 12 % einbauen. Tatsächlich haben aber höhere Inflationsraten die Tendenz, weiter zu steigen und überdies von Jahr zu Jahr stark zu schwanken. In allen längerfristigen Verträgen, vor allem natürlich in Kreditverträgen im weitesten Sinne, steigt deshalb die Unsicherheit. Und damit werden solche Verträge weniger attraktiv, was sich negativ auf die Wirtschaftsentwicklung auswirkt.

Die dritte Form von Inflationskosten ist etwas subtiler. Es geht hier um die *Verzerrung der relativen Preise*, wodurch Knappheitssignale verwischt werden, sodass der Einsatz der Ressourcen nicht effizient gelenkt wird. Dies scheint auf den ersten Blick überraschend, haben wir doch die Inflation als eine Erhöhung aller Preise und nicht einzelner Preise definiert. Und wenn alle Preise gleich stark steigen, dann müssten ja die relativen Preise zwischen den Gütern unverändert bleiben. In der Praxis sind aber nicht alle Preise gleich flexibel. Es gibt Preise, die sich jede Sekunde anpassen, beispielsweise diejenigen für Erdöl oder Zucker. Bei anderen kann es durchaus ein halbes Jahr oder länger dauern, bis sie auf veränderte Bedingungen reagieren. Beispiele dafür sind abgedruckte Preise in Katalogen oder längerfristig vertraglich festgelegte Löhne. Diese unterschiedlichen Anpassungstempi

#### → Sachwerte

Physische Güter wie Immobilien oder Schmuck, die bei Inflation im Gegensatz zu Bargeld nicht an Wert verlieren.

#### → Verzerrung

der relativen Preise  
Zustand, in dem die relativen Preise nicht die richtigen Signale über die Knappheit der entsprechenden Güter wiedergeben.

sind in einer inflationären Periode dafür verantwortlich, dass sich die relativen Preise zwischen Gütern verschieben. Ein Gut, dessen Preis sich bei einer Inflation relativ rasch erhöht, wird durch dieses Preissignal dann als zu knapp bewertet. Im Vergleich zur unverzerrten Situation wird folglich zu viel dieses Gutes produziert und zu wenig davon konsumiert. Der zentrale Steuermechanismus einer Marktwirtschaft wird dadurch empfindlich gestört. Die Verzerrung der relativen Preise bildet einen wichtigen, wenn auch kaum direkt erkennbaren Kostenfaktor jeder höheren Inflation.

Die vierte Form von Inflationskosten besteht in der Schädigung der Kreditgeber. Nehmen wir an, jemand verleihe einen Kredit von 100 Franken und man einige sich auf eine jährliche Zinszahlung von 10% des Kreditbetrags, also von zehn Franken. Beträgt nun im Verlaufe des Jahres die Inflation unerwartet 100% – um ein extremes Beispiel zu wählen –, dann ist diese Zinszahlung von zehn Franken am Ende des Jahres *real* nur noch die Hälfte wert. Das Gleiche gilt für den ursprünglichen Betrag von 100 Franken, der die Hälfte an Kaufkraft verloren hat, sodass sich der Kreditgeber auch bei der Rückzahlung der Schuld geschädigt sieht. Natürlich werden sich die Kreditgeber dagegen zu schützen versuchen und höhere Zinsen verlangen. Das bedeutet aber, dass in einem Umfeld mit hoher Inflation die Zinsen meist sehr hoch sind, was die Wirtschaftstätigkeit empfindlich dämpft.

Eine fünfte Form von Inflationskosten ist schliesslich die sogenannte *kalte Progression*. Sie entsteht dadurch, dass *Steuerklassen* meist in *nominalen* Werten definiert sind und die Einkommenssteuer progressiv ausgestaltet ist. So steigt das nominale Einkommen aufgrund der Inflation, auch wenn es real nicht an Wert zugenommen hat. Erhält beispielsweise jemand mit einem Jahreseinkommen von 50 000 Franken Ende Jahr wegen einer 10%igen Inflation eine Lohnerhöhung auf 55 000 Franken, so hat sich sein reales Einkommen nicht verändert. Das nominal (aber eben nicht real) höhere Einkommen kann aber dazu führen, dass die betroffene Person in eine höhere Steuerklasse aufrückt. Musste sie bisher 10% an Steuern bezahlen, so werden in diesem Beispiel wegen der Geldentwertung nun 12% fällig. Dies bedeutet eine eigentlich unbeabsichtigte Umverteilung der Einkommen von den Steuerzahlerinnen und Steuerzahlern hin zum Staat.

## → Reale Grösse

Eine wirtschaftliche Kenngrösse, die um die Inflation korrigiert wird.

## → Kalte Progression

Anstieg der realen Steuerlast, der dadurch entsteht, dass bei Inflation Arbeitnehmende mit steigenden Nominallöhnen in höhere Steuerklassen kommen, auch wenn sie real nicht mehr verdienen.

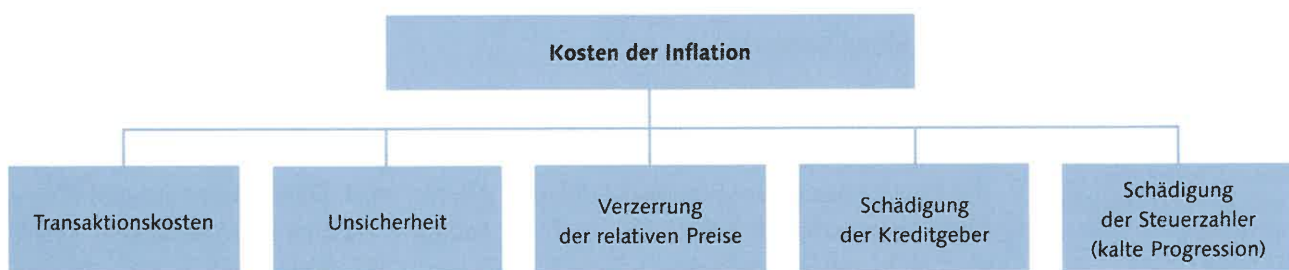
## → Steuerklasse

Ein definierter Bereich des steuerbaren Einkommens, für den ein bestimmter Steuersatz gilt. In progressiven Systemen gilt: je höher die Steuerklasse, desto höher der Steuersatz.

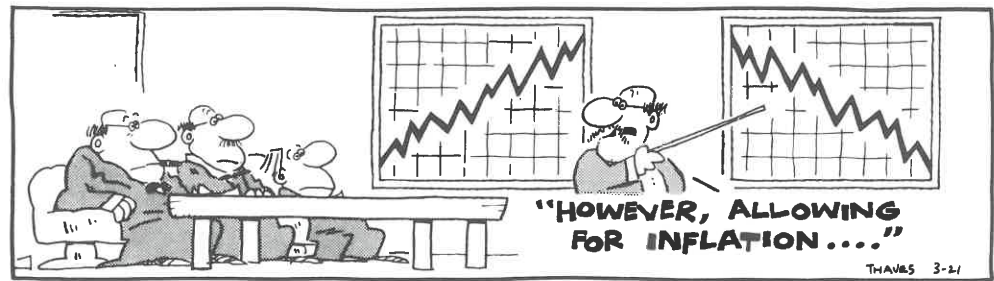
## → Nominale Grösse

Eine wirtschaftliche Kenngrösse, die nicht um die Inflation korrigiert und damit zu laufenden Preisen bewertet wird.

## Zusammenfassende Übersicht



Beim Vergleichen und Beurteilen von ökonomischen Zahlenreihen spielt es oft eine grosse Rolle, ob man es mit nominalen (nicht inflationsbereinigten) oder realen (inflationsbereinigten) Grössen zu tun hat. Wie die Karikatur zeigt, kann eine starke Inflation aus einer nominalen Gewinnsteigerung einen realen Gewinnrückgang machen.



«Wenn man hingegen die Inflation berücksichtigt ...»

→ **Lohn-Preis-Spirale**  
Selbstverstärkender Prozess, bei dem ein Anstieg des Preisniveaus einen Anstieg der Löhne bewirkt, der wiederum zu einer Preisanpassung nach oben führt.

### 6.5.2 Kosten der Inflationsbekämpfung

Neben den genannten direkten Kosten verursacht eine steigende Inflation jedoch auch grosse indirekte Kosten. Sie fallen an, weil eine steigende Inflation zwingend irgendwann wieder gesenkt werden muss. Die Korrektur ist vor allem auch deshalb nötig, weil sich die Inflation zu einem gewissen Grad selbst verstärken kann. Sind nämlich einmal Inflationserwartungen bei den Akteuren einer Volkswirtschaft entstanden, so besteht die starke Tendenz zu einer Spirale nach oben, einer sogenannten *Lohn-Preis-Spirale*. Dabei geschieht Folgendes: Die Inflation führt dazu, dass die Kaufkraft der Löhne sinkt. Das heisst, mit einem gegebenen Geldbetrag kann aufgrund der höheren Preise weniger gekauft werden. Der Effekt wird dadurch verstärkt, dass die Nominallöhne in Arbeitsverträgen typischerweise für eine gewisse Zeitspanne festgeschrieben sind. Steigt nun innerhalb dieser Zeitspanne das Preisniveau, so sinken die Reallöhne. Deshalb werden die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer in der nächsten Lohnrunde einen höheren Nominallohn fordern. Wird ihnen nun der Nominallohn nur um die Preissteigerung erhöht, dann führt das lediglich zu einer Rückführung der Reallöhne auf das ursprüngliche Niveau. Erfolgt diese Lohnrunde aber in einem Umfeld mit hoher Inflation, dann werden die Arbeitnehmenden eine Nominallohnerhöhung anstreben, die die Teuerung der vergangenen Perioden übersteigt. Denn sie wollen erstens eine gewisse Entschädigung für die tiefere Kaufkraft ihrer Löhne in der vergangenen Periode. Und zweitens wollen sie vor allem vermeiden, in naher Zukunft wieder in dieselbe Situation mit sinkenden Reallöhnen zu geraten. Gewähren die Unternehmen aber diese stärkere Nominallohnerhöhung, so steigen ihre Kosten und sie werden diese zumindest teilweise in Form höherer Güterpreise an die Konsumentinnen und Konsumenten weitergeben. Damit erhöht sich das allgemeine Preisniveau, und das Spiel beginnt von vorne.

Die so entstehende Spirale treibt die Inflationsrate ständig nach oben. Soll dies nicht ausser Kontrolle geraten, muss kräftig wirtschaftspolitisches Gegensteuer gegeben werden. Das heisst in erster Linie, dass die Geldpolitik die Geldmenge verknappen muss, um den Preissteigerungen sozusagen den Sauerstoff zu entziehen. Eine solche Verknappung der Geldmenge reduziert die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Das führt aber, wie wir bei der Diskussion der antizyklischen Konjunkturpolitik in Kapitel 4 gesehen haben, unweigerlich zu einer Rezession und zu steigender konjunktureller Arbeitslosigkeit. Wenn in der Ausgangslage die Inflation besonders hartnäckig ist, dann kann die Inflationsbekämpfung sogar zu einer sogenannten *Stagflation* führen. Für einige Zeit stagniert dann die Wirtschaft bei gleichzeitig hoher Inflation.

→ **Stagflation**  
Gleichzeitiges Auftreten einer stagnierenden Wirtschaft und einer Inflation.



Die Bekämpfung einer Inflation ist also mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten in Form von Rezessionen und steigender Arbeitslosigkeit verbunden. Diese sind im Gegensatz zu den im letzten Abschnitt analysierten direkten Kosten für alle unmittelbar sicht- und spürbar. Allerdings werden sie in der öffentlichen Diskussion oft zu wenig mit der vorangegangenen Inflation in Zusammenhang gebracht.

## 6.5.3 Kosten der Deflation

Das Preisniveau kann auch anhaltend rückläufig sein; man spricht dann von einer *Deflation*. Dieses Ereignis tritt zwar viel seltener auf, verursacht aber ebenfalls ernst zu nehmende gesamtwirtschaftliche Kosten. Zunächst ist festzuhalten, dass es sich bei der Deflation ganz ähnlich wie bei der Inflation nicht um eine einmalige Preisveränderung handelt. Sinken die Preise in einer Periode, dann stellt das noch längst keine Deflation dar, sondern zunächst einmal einen einfachen Preisrückgang. Deflation kann erst entstehen, wenn die Preise über längere Zeit in konstanten oder sogar steigenden Raten zurückgehen. Ursache für die fallenden Preise ist in der Regel ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage.

Eine Deflation wird meist als noch problematischer eingestuft als eine Inflation, da sie wirtschaftspolitisch schwieriger zu bekämpfen ist. Eine einmal entstandene Deflation ist nämlich ausgesprochen widerstandsfähig; sie lässt sich mithilfe der konventionellen Geldpolitik kaum mehr aus der Welt schaffen. Dabei spielen vor allem zwei Faktoren eine wichtige Rolle: Eine Deflation ist selbstverstärkend, und es treten selbst bei expansiver Geldpolitik hohe Realzinsen auf. Diese beiden wichtigen Punkte wollen wir genauer erläutern.

Zum Ersten ist eine Deflation selbstverstärkend. Sinken die Preise während längerer Zeit, bildet die Bevölkerung negative Inflationserwartungen. Sie geht dann davon aus, dass die Preise weiter sinken werden, und reduziert deshalb ihre Nachfrage. Denn es ist in dieser Situation vernünftig, mit dem Kauf langlebiger Konsumgüter erst einmal zuzuwarten, da diese sich ja morgen billiger erwerben lassen. Morgen aber verschiebt man den Kauf auf übermorgen, und so weiter. Verhalten sich viele Personen auf diese Weise, kann das zu einem sich beschleunigenden Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führen. Dieser Prozess kann, ist er einmal in Gang gekommen, nur schwer gestoppt werden.

Zum Zweiten können nominale Zinssätze rein logisch nicht stark negativ werden. Würde nämlich der *Nominalzins* deutlich negativ, dann wäre niemand mehr bereit, sein Geld einer Bank zur Verfügung zu stellen. Es wäre günstiger, das Geld unter das Kopfkissen zu legen, da man der Bank sonst de facto einen Zins für die Geldaufbewahrung bezahlen müsste. Diese Tatsache hat nun aber die weitreichende Auswirkung, dass in einer Deflation hohe *Realzinsen* entstehen. Der Realzins  $r$  entspricht ungefähr dem Nominalzins  $i$  abzüglich der erwarteten Inflation  $p_e$ :

$$r \text{ (Realzins)} \approx i \text{ (Nominalzins)} - p_e \text{ (erwartete Inflation)}$$

Für ökonomische Entscheide ist natürlich der Realzins wesentlich, weil er ausdrückt, wie viel pro Periode in realen Werten gezahlt werden muss. Nehmen wir an, dass die erwartete Deflation 5% pro Jahr beträgt, dann ist  $p_e = -5\%$ . Da der Nominalzins niemals stark negativ wird, kann ihn die Zentralbank nicht deutlich unter 0% drücken. Der Realzins entspricht dann dem Nominalzins (etwa 0%)

→ **Deflation**  
Anhaltender Rückgang  
des Preisniveaus  
(Preise aller Güter).

→ **Nominalzins**  
Preis für die Überlas-  
sung von Geld, den der  
Schuldner dem Gläubiger  
zahlen muss.

→ **Realzins**  
Um die Inflation korri-  
gierter Nominalzins.

minus die erwartete Inflation ( $-5\%$ ) und beträgt damit  $5\%$  ( $0\% - (-5\%) = +5\%$ ). Auch wenn die Zentralbank die Zinsen auf dem tiefstmöglichen Wert hält, sind während einer Deflation die Realzinsen sehr hoch. In einer Wirtschaftslage, in der die Geldpolitik eigentlich expansiv sein müsste, wirkt sie tatsächlich stark restriktiv, obwohl die Zinsen bei null oder sogar leicht darunter liegen. Die hohen Realzinsen verstärken das Problem, da sie die Investitionsnachfrage dämpfen. Es wird real gesehen sehr teuer, zu investieren. Dieser zusätzliche negative Nachfrageeffekt verschlimmert die Rezession weiter und heizt die Deflation weiter an.

Die grösste Wirtschaftskrise der modernen Zeit – die Weltwirtschaftskrise nach dem Börsencrash von 1929 – war vor allem deshalb so schmerzhaft, weil sie zu einer Periode lang anhaltender Deflation führte. Und die schwere Wirtschaftskrise Japans in den 1990er-Jahren hat gezeigt, dass auch ein modernes Industrieland in eine derartige Situation geraten kann und dass die gesamtwirtschaftlichen Kosten dann drastische Ausmasse annehmen. Auch jahrelange Nominalzinsen von  $0\%$  reichten in Japan nicht aus, um aus dem konjunkturellen Wellental herauszukommen. Mit Nachdruck bestätigt wurden die potenziellen Gefahren der Deflation auch für moderne Industrieländer aber vor allem durch die jüngsten Erfahrungen in der Finanz- und Wirtschaftskrise. Auf den massiven Einbruch der Weltwirtschaft reagierten die Zentralbanken im Herbst 2008 mit starken Zinssenkungen. Da die Zinsen ohnehin schon relativ tief waren, wurde die Nullzinsgrenze rasch erreicht, ohne dass sich die Situation spürbar besserte. In dieser Lage gingen fast alle Zentralbanken der Industrieländer dazu über, eine sogenannte *unkonventionelle Geldpolitik* zu betreiben, d.h. bisher kaum erprobte geldpolitische Massnahmen zu ergreifen. Da über die normale Offenmarktpolitik keine weitere Expansion mehr erreicht werden konnte (die kurzfristigen, durch die Zentralbank direkt beeinflussbaren Zinsen lagen schon so tief wie möglich), begannen die Zentralbanken, die expansive Offenmarktpolitik auf längerfristige Staats- und Unternehmensobligationen auszudehnen oder durch den Kauf von ausländischen Wertpapieren den Wechselkurs zu beeinflussen. Auf diese Art gelang es, die Geldmenge auszudehnen und die Wirtschaft mithilfe der Geldpolitik doch weiter zu stimulieren. Weil der direkte Weg über eine weitere Senkung der kurzfristigen Zinsen nicht mehr offenstand, wurden durch die unkonventionelle Geldpolitik die längerfristigen Zinsen indirekt nach unten gedrückt. Ergänzt wurde dies in allen Ländern durch zum Teil massive Ausweitungen der Staatsausgaben und/oder Senkungen der Staatseinnahmen, um die Nachfrage auch über die Fiskalpolitik zu stärken.

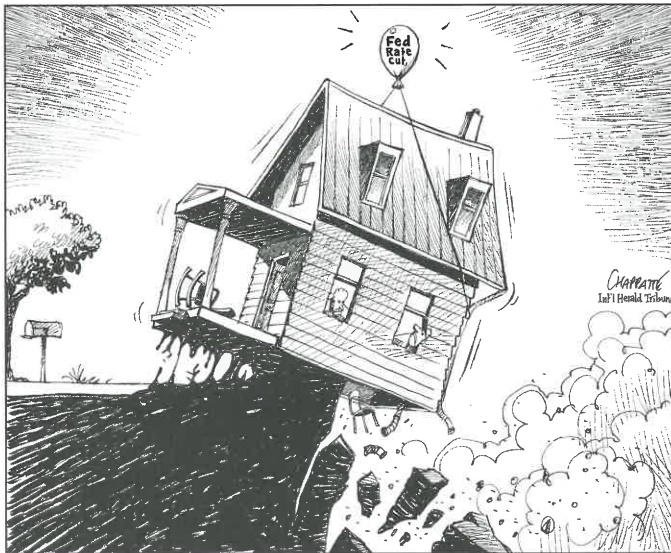
Diese ungewöhnlich expansive Geld- und Fiskalpolitik war mit dafür verantwortlich, dass die Deflationsgefahr nach 2009 trotz des aussergewöhnlich starken weltwirtschaftlichen Einbruchs einigermaßen gering blieb. Bis heute ist aber nicht klar, wie diese expansive Politik ohne starke Wachstumseinbussen wieder in den normalen Bereich zurückgeführt werden kann. Auf jeden Fall zeigt dieses aktuelle Beispiel und die wirtschaftspolitischen Reaktionen darauf, wie gross die Furcht vor den Kosten einer anhaltenden Deflation ist.

→ **Unkonventionelle Geldpolitik**  
Geldpolitische Massnahmen, die nicht auf eine Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen zielt.

INTERNET-VERTIEFUNG  
[hep-verlag.ch/vwl-plus](http://hep-verlag.ch/vwl-plus)

Unkonventionelle Geldpolitik

## Fed comes to the rescue



Fed kommt zu Hilfe:  
«Fed-Zinssenkung»

Der vom US-Häusermarkt ausgehende Schock war so gross, dass mit konventioneller Geldpolitik (Zinssenkungen) kein nennenswerter stabilisierender Effekt mehr erzielt werden konnte.

## 6.6 Geldpolitische Strategien

Die Geldpolitik eines Landes zielt letztlich darauf ab, die Preisstabilität zu garantieren, das heisst sowohl Inflation als auch Deflation zu vermeiden. Das Problem ist allerdings, dass es ziemlich lange dauern kann, bis geldpolitische Entscheide vollständig auf die Preise durchgeschlagen haben. Es ist nicht ungewöhnlich, dass dieser Prozess bis zu drei Jahre benötigt. Will man das Ziel der Preisstabilität konkretisieren, müssen diese in Kapitel 4 erwähnten starken Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik berücksichtigt werden. Daher muss die geldpolitische Strategie klarstellen, über welchen Mechanismus die Preisstabilität erreicht werden soll und anhand welcher Grössen die Öffentlichkeit auch kurzfristig die Ausrichtung der Geldpolitik beurteilen kann.

Dabei lassen sich drei grundsätzliche geldpolitische Strategien unterscheiden, nämlich erstens Wechselkursziele, zweitens Geldmengenziele oder drittens Inflationsziele. Wir wollen im Folgenden diese drei grundsätzlichen Ansätze etwas genauer besprechen. Dabei können wir als Beispiel die Schweizer Geldpolitik der Nachkriegszeit verwenden, die in unterschiedlichen Phasen jede dieser drei Strategien verfolgte: bis 1973 ein Wechselkursziel, von 1974 bis 1999 ein Geldmengenziel und seit 1999 ein direktes Inflationsziel. Von September 2011 bis Januar 2015 sorgte die SNB dafür, dass der Wechselkurs des Schweizer Francs zum Euro nicht unter die Marke von 1.20 sank. Mit dieser Massnahme zur Verhinderung einer übermässigen Aufwertung spielte der Wechselkurs wieder eine deutlich grössere Rolle in der Schweizer Geldpolitik.

### 6.6.1 Orientierung am Wechselkurs

Verfolgt eine Zentralbank ein *Wechselkursziel*, so setzt sie die Geldpolitik ein, um den Wechselkurs gegenüber einer bestimmten Währung zu fixieren. Der angestrebte Wechselkurs ersetzt dann zu einem gewissen Grad die Preisstabilität als

→ **Wechselkursziel**  
Geldpolitisches Ziel, den Wechselkurs gegenüber einer anderen Währung innerhalb einer festgelegten Bandbreite zu halten.



→ **Bretton-Woods-System**

Ein System fixer Wechselkurse, an dem die wichtigsten Währungen der Welt – mit dem US-Dollar als Leitwährung – beteiligt waren.

→ **Leitwährung**

Referenzwährung bei einer Wechselkursfixierung zwischen mehreren Ländern.

eigentliches Ziel der Geldpolitik. Unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg dominierte dieser Mechanismus die Geldpolitik der Industrieländer. Die Währungen der wichtigsten Industrieländer waren bis Anfang der 1970er-Jahre im sogenannten *Bretton-Woods-System* fixer Wechselkurse eingebunden.

In der genannten Periode stand also nicht die Preisstabilität, sondern der Wechselkurs im Fokus der Geldpolitik in den meisten Industrieländern, inklusive der Schweiz. Dies ging gut, solange der US-Dollar als *Leitwährung* des Systems stabil war. Als aber die USA gegen Ende der 1960er-Jahre begannen, im Zusammenhang mit der Finanzierung des Vietnamkriegs eine zunehmend inflationäre Politik zu verfolgen, zeigten sich die Nachteile einer Wechselkursfixierung immer deutlicher. Denn ein Land, das seine Währung an die eines anderen Landes bindet, übernimmt automatisch die Inflationsneigung des anderen Landes. Es muss ja die gleiche Geldpolitik wie das andere Land betreiben, damit sich die relativen Knappheiten der beiden Währungen und damit der relative Preis zwischen ihnen – der Wechselkurs also – nicht verändern. Die steigende Inflation in den USA übertrug sich deshalb auf alle anderen Länder innerhalb des Bretton-Woods-Systems. Die Kosten der Inflation wurden für diese Länder aber immer weniger tragbar. Im Jahr 1973 wurde deshalb die Wechselkursfixierung aufgegeben und das System fixer Wechselkurse aufgehoben.

## 6.6.2 Orientierung an der Geldmenge

Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems stellte sich für die Geldpolitik der Industrieländer die Frage, an welchem Ziel sie sich in Zukunft orientieren solle. Zu dieser Zeit gewann mit dem *Monetarismus* ein neues geldpolitisches Konzept, das auf der oben besprochenen Quantitätstheorie des Geldes basierte, zunehmend an Bedeutung. Der Einfluss dieses Konzepts war so stark, dass gewisse Länder, darunter auch die Schweiz, das für den Monetarismus typische *Geldmengenziel* schliesslich übernahmen.

Ab 1974 konzentrierte sich die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) daher stark auf das Zwischenziel der Geldmengenentwicklung, in der Annahme, dass ein starker Zusammenhang zwischen diesem Zwischenziel und dem eigentlichen Ziel der Preisstabilität bestehe. Diese Politik war über lange Zeit erfolgreich. Die Schweiz hatte im internationalen Vergleich eine relativ tiefe Inflationsrate.

Gegen Ende der 1980er-Jahre wurden die Probleme der Geldmengensteuerung jedoch immer offensichtlicher. Das monetaristische Konzept funktioniert nämlich nur dann, wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und damit die Geldnachfrage relativ konstant sind. Wie wir bei der Analyse der Quantitätsgleichung gesehen haben, besteht in diesem Fall tatsächlich ein stabiler Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation. Sobald aber die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes unvorhersehbar zu schwanken beginnt, bricht der stabile Zusammenhang zusammen. Aufgrund der Geldmengenentwicklung können dann keine verlässlichen Aussagen mehr über die zu erwartende Inflation gemacht werden. Als nun Ende der 1980er-Jahre eine ganze Reihe von Innovationen auf den Finanzmärkten dazu führte, dass sich die Geldnachfrage stark veränderte, wurde die Prognose der Inflationsentwicklung auf der Basis der Geldmengenentwicklung immer schwieriger. Weil die Nationalbank das Geldmengenziel – was vor diesem Hintergrund verständlich ist – nicht stur verfolgte, sondern auch andere

→ **Monetarismus**

Ökonomische Theorie, nach der Inflation immer durch ein Überangebot an Geld verursacht wird.

→ **Geldmengenziel**

Geldpolitisches Ziel, das Preisstabilität über die Beeinflussung der Geldmenge erreichen will.

Faktoren, wie beispielsweise den Wechselkurs, berücksichtigte, wurden die Geldmengenziele immer häufiger verfehlt. Man kündigte diese Geldmengenziele zwar regelmässig an, doch sie wurden kaum je erreicht. Damit wurde aber der scheinbare Kommunikationsvorteil (Geldmengenziele sind einfach zu kommunizieren) zu einem Problem: Ein Ziel, das dauernd verfehlt wird, verwirrt eher, anstatt Klarheit über die geldpolitische Ausrichtung zu schaffen. Ausserdem drohte dies, die Glaubwürdigkeit als wichtigstes Kapital der Zentralbank in Frage zu stellen. Dazu kam, dass Ende der 1980er- und Anfang der 1990er-Jahre die SNB, auch wegen der unklaren Entwicklung der Geldnachfrage, einige besonders schwierige und folgenreiche Entscheide getroffen hatte. Ende der 1980er-Jahre war die Geldpolitik deutlich zu expansiv, was die Inflationsraten stark erhöhte. Auf diese Entwicklung reagierte die SNB mit einer stark restriktiven Geldpolitik und stabilisierte damit die Preisentwicklung, verschärfte jedoch gleichzeitig die Rezession anfangs der 1990er-Jahre. Diese restriktive Geldpolitik trug zur Aufwertung des Francs bei und schwächte damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zusätzlich.

### 6.6.3 Orientierung an der Inflation

Diese Schwierigkeiten mit der Geldmengensteuerung und insbesondere mit der Kommunikation der geldpolitischen Ausrichtung machten im Verlaufe der 1990er-Jahre deutlich, dass mittelfristig ein neues geldpolitisches Konzept notwendig war. Schon seit Mitte der 1990er-Jahre orientierte sich die SNB daher weniger stark am Geldmengenziel. Im Jahr 1999 wurde das Konzept dann völlig aufgegeben, und man ging zu einem *Inflationsziel* über. Allerdings spielen die breiteren Geldmengendefinitionen M2 und M3 nach wie vor eine wichtige Rolle als Entscheidungsgrundlagen für die Geldpolitik. Da die beiden Geldmengenkonzpte Informationen über die Entwicklung von Preisniveau und Zinsen enthalten, werden sie als Indikatoren für die zu erwartende Inflation verwendet. Allerdings wird ihre Entwicklung – im Gegensatz zur Praxis der Europäischen Zentralbank – von der SNB nicht mehr als Zielgrösse kommuniziert.

Im Zentrum der Kommunikation der schweizerischen Geldpolitik steht heute nicht ein Zwischenziel wie die Geldmenge, sondern direkt das endgültige Ziel, nämlich die Preisstabilität. Es wird auf der Basis eines klar definierten Inflationsziels kommuniziert, wie wir das im nächsten Abschnitt genauer erläutern werden. Dies ist ein internationaler Trend, sind doch die meisten Zentralbanken in den letzten Jahren dazu übergegangen, mehr oder weniger explizite Inflationsziele zu verwenden.

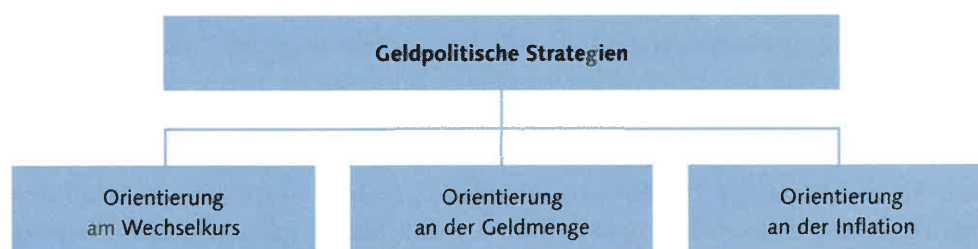
*Zentralbanken üben direkt oder indirekt einen grossen Einfluss auf die Finanzmärkte aus.*



#### → Inflationsziel

Geldpolitisches Ziel, das direkt die Preisstabilität anvisiert.

#### Zusammenfassende Übersicht



## 6.7 Schweizer Geldpolitik

Wir wollen zunächst den gesetzlichen Auftrag der Schweizerischen Nationalbank erläutern, bevor wir die Ausgestaltung des aktuellen geldpolitischen Konzepts beleuchten.

### 6.7.1 Die Schweizerische Nationalbank (SNB)

Die Schweizerische Nationalbank ist eine staatliche Institution mit ganz speziellen Kompetenzen. Sie ist keine Verwaltungsstelle im üblichen Sinne, denn sie ist von Regierung und Parlament unabhängig. Will man nämlich glaubwürdig das Ziel der Preisstabilität verfolgen, so ist es unumgänglich, dass die Regierung keinerlei Einfluss auf die operative Tätigkeit der Nationalbank nehmen kann. Insbesondere muss es der Regierung verwehrt sein, die Geldschöpfung als Finanzierungsquelle zu benutzen oder aus politischen Gründen die Konjunktur über die Geldpolitik zu beeinflussen.

Entsprechend hat in der Schweiz der Bundesrat gegenüber der Nationalbank auch keine Weisungsbefugnis. Es besteht zwar ein gegenseitiger Informationsaustausch, und das Direktorium der SNB wird vom Bundesrat gewählt, aber es gibt keine Befehle der Regierung an die Nationalbank. Das Nationalbankgesetz verbietet SNB-Mitgliedern sogar, Weisungen von den Behörden anzunehmen. Gegenüber dem Parlament ist die SNB zwar rechenschaftspflichtig, aber auch die Volksvertreterinnen und Volksvertreter dürfen auf die operative Tätigkeit der Nationalbank keinen Einfluss nehmen.

Hier hat also eine staatliche Stelle, die einen der zentralen wirtschaftspolitischen Hebel in der Hand hält, eine doch aussergewöhnliche Unabhängigkeit. Entsprechend wichtig ist es, dieser Stelle einen klaren Auftrag zu erteilen. Es muss unmissverständlich definiert sein, welche Ziele die Nationalbank verfolgen soll, um beurteilen zu können, ob sie ihre Unabhängigkeit ausschliesslich zur Zielerreichung verwendet. Die SNB ist dazu verpflichtet, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu verfolgen, als vorrangiges Ziel die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei die Konjunktur zu berücksichtigen. Die Hierarchie der beiden Ziele ist mit der entsprechenden Formulierung im Nationalbankgesetz klargestellt.

### 6.7.2 Das geldpolitische Konzept der SNB

Die SNB setzt das 1999 eingeführte Inflationsziel mit einem geldpolitischen Konzept um, das drei wesentliche Punkte umfasst:

1. Definition der Preisstabilität (Ziel),
2. Inflationsprognose (Entscheidungsgrundlage),
3. Zielband für den Dreimonats-Libor, einen kurzfristigen Zinssatz (Kommunikationsinstrument).

Diese drei Elemente sind wesentlich, um die heutige Ausrichtung der schweizerischen Geldpolitik zu verstehen.



### Die Definition der Preisstabilität

Ein Inflationsziel erfordert zunächst einmal eine klare Kommunikation darüber, was unter Preisstabilität zu verstehen ist. Im geldpolitischen Konzept der SNB herrscht Preisstabilität dann, wenn die Inflation unter zwei Prozent liegt. De facto strebt die SNB eine Inflationsrate zwischen zwei Prozent und null Prozent an. Auch eine leichte Deflation würde deshalb als Zielverfehlung gewertet, während eine leichte Erhöhung des Preisniveaus immer noch als Preisstabilität bezeichnet wird. Dies vor allem aus zwei Gründen: Einerseits wird eine leicht positive Inflation aufgrund der besonderen Gefahren einer Deflation angestrebt. Da eine Deflation besonders selbstverstärkend werden kann, ist es sehr schwierig, wieder aus ihr herauszufinden. Eine gewisse Sicherheitsmarge ist deshalb sinnvoll. Andererseits wird eine leichte Inflation auch deshalb toleriert, weil durch die offiziell gemessene Inflationsrate die tatsächliche Inflation, wie wir das in Abschnitt 6.1 erläutert haben, eher etwas überschätzt wird.

Wichtig ist, dass das Ziel der Preisstabilität, wie es die SNB anstrebt, nicht zu jedem Zeitpunkt erreicht werden muss. Vielmehr handelt es sich ausdrücklich um ein mittelfristiges Ziel. Wird es kurzfristig über- oder unterschritten, heisst dies nicht, dass das Ziel verfehlt worden wäre. So ergibt sich eine gewisse Flexibilität, wenn etwa starke Wechselkursschwankungen oder Veränderungen der Erdölpreise in einer bestimmten Periode zu einer Inflationsrate führen, die ober- oder unterhalb des Zielbandes liegt. Die Nationalbank ist in solchen Fällen nicht gezwungen, sofort und mit unverhältnismässigen Mitteln zu reagieren.

### Die Inflationsprognose

Das zweite wichtige Element des geldpolitischen Konzepts der SNB ist die *Inflationsprognose*. Es wird ja ein langfristiges Inflationsziel angestrebt, und die Geldpolitik wirkt mit einer gewissen Verzögerung auf die Inflation. Als Grundlage für die geldpolitischen Entscheide der SNB muss daher mit einer Prognose abgeschätzt werden, wie sich die heutige Politik auf die Inflation der kommenden Jahre auswirken wird.

Diese Prognose, welche die Nationalbank vierteljährlich publiziert, ist allerdings keine Prognose im eigentlichen Wortsinn. Sie geht nämlich explizit davon aus, dass die Zinssätze, die von der SNB über die Offenmarktpolitik kontrolliert werden, während des Prognosezeitraums konstant bleiben. Damit soll quasi mithilfe eines Gedankenexperiments abgeschätzt werden, ob der momentane Zinssatz längerfristig mit der Preisstabilität vereinbar ist. Zeigt es sich, dass unter dieser Annahme die zukünftige Inflation zu hoch wird, dann bedeutet dies, dass die Nationalbank in den kommenden Perioden eine restriktivere Politik mit höheren Zinsen anstreben wird. Zeigt die Prognose umgekehrt, dass die momentane Geldpolitik in deflationäre Bereiche führt, dann ist dies implizit eine Ankündigung, dass die Nationalbank in naher Zukunft eine expansivere Geldpolitik verfolgen wird.

Die Inflationsprognose ist einerseits die Grundlage für den geldpolitischen Entscheid und andererseits auch ein Instrument für die Kommunikation der Geldpolitik. Mit der Publikation der bedingten Prognose – also der Prognose unter Annahme konstanter Zinsen – signalisiert die SNB den Finanzmärkten und der breiten Öffentlichkeit, in welche Richtung die Geldpolitik mittelfristig gehen wird.

→ **Inflationsprognose**  
Vorhersage der zukünftigen Inflationsentwicklung, meist unter Zuhilfenahme statistischer Modelle.

### Ein kurzfristiger Zinssatz als Zwischenziel

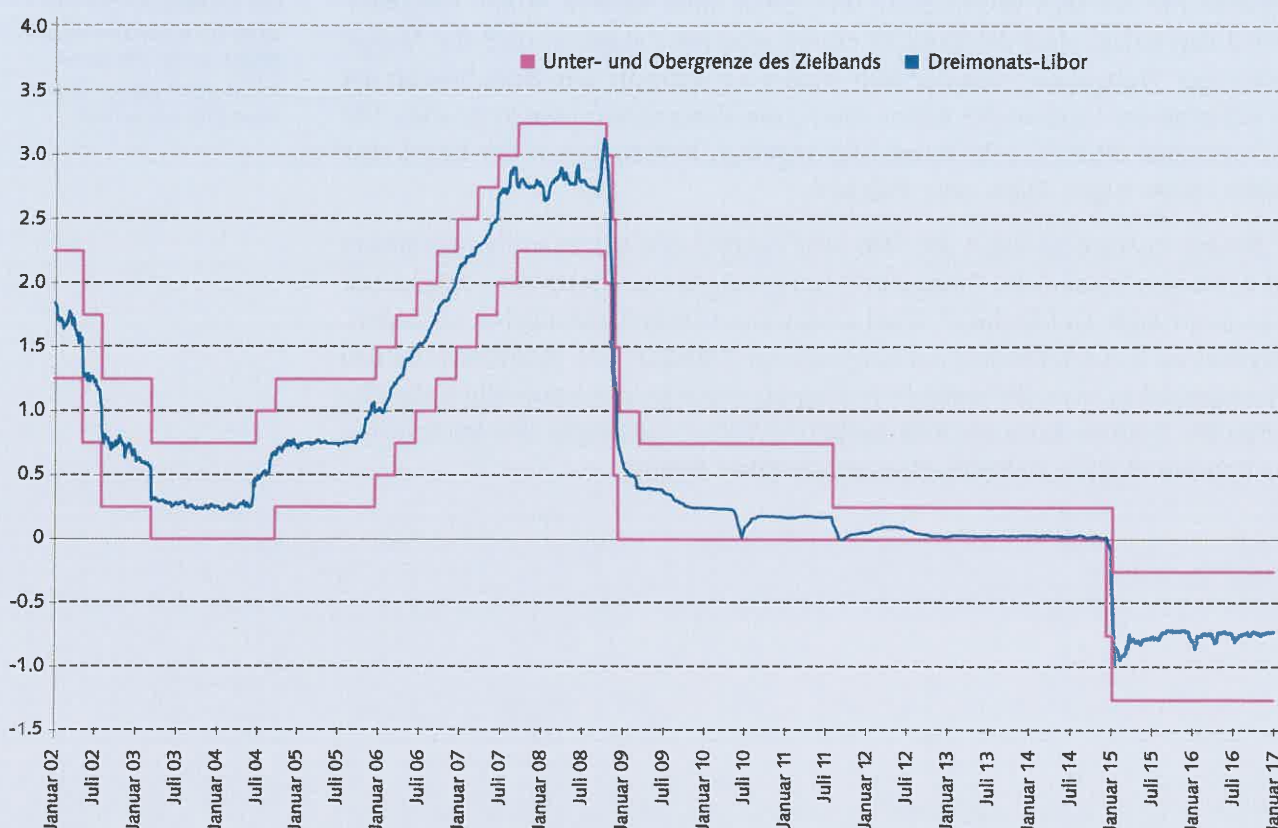
Weil die SNB mit dem Inflationsziel die Preisstabilität langfristig direkt – das heisst ohne Zwischenziel – anstrebt, benötigt sie Wege, der Öffentlichkeit mitzuteilen, wie ihre Geldpolitik kurzfristig ausgerichtet ist. Dafür verwendet sie einen kurzfristigen Zinssatz, und zwar den *Dreimonats-Libor für Schweizer Franken*. «Libor» steht dabei für «London Interbank Offered Rate». Es ist dies der Zinssatz für kurzfristige, auf Schweizer Franken lautende Kredite, die auf dem Londoner Finanzmarkt zwischen Banken gehandelt werden. Als kurzfristiges, sogenannt operatives Ziel ihrer Tätigkeit kündigt die SNB ein Zielband an, innerhalb dessen sie den Zinssatz für diese Dreimonats-Kredite halten möchte. Mit sehr kurzfristigen Offenmarktgeschäften auf dem *Geldmarkt* kann die SNB dieses operative Ziel beeinflussen.

Es ist klar, dass die Nationalbank den Dreimonats-Libor für Schweizer Franken nicht alleine festlegen kann, weil auf diesem Markt auch die Geschäftsbanken tätig sind. Folgerichtig verpflichtet sie sich nicht auf einen präzisen Zinssatz, sondern auf ein Band, innerhalb dessen dieser schwanken kann. Will die SNB nun eine expansivere Geldpolitik verfolgen, dann kündigt sie an, dass ein tieferes Zielband des Dreimonats-Libors angestrebt wird. Soll die Geldpolitik restriktiver gehandhabt werden, dann wird das Zielband erhöht. Wie sich seit Einführung dieses Konzepts erwiesen hat, ist die SNB die klar dominierende Kraft auf diesem Markt und daher fast jederzeit in der Lage, den Zinssatz in einem sehr engen Band zu halten.

→ **Dreimonats-Libor für Schweizer Franken**  
Zinssatz auf dem Londoner Markt für dreimonatige, in Schweizer Franken lautende Kredite zwischen Banken.

→ **Geldmarkt**  
Markt, auf dem sich die Banken gegenseitig kurzfristige Kredite geben können.

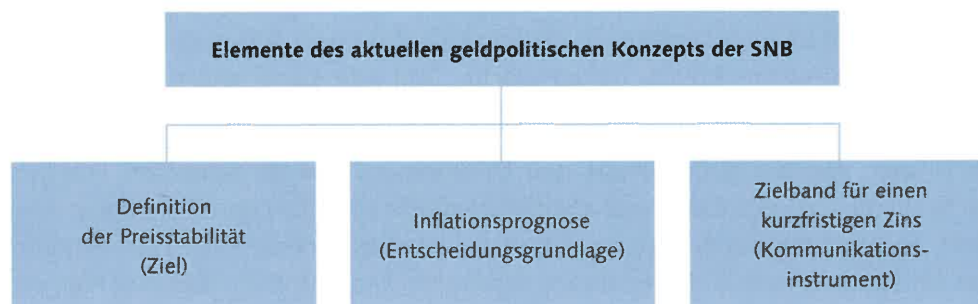
**Abb.6.5**  
Zielband und Entwicklung des Dreimonats-Libors für CHF (in Prozent)



Quelle: Schweizerische Nationalbank (SNB)

Abbildung 6.5 zeigt die Bewegungen des Dreimonats-Libors sowie die Entwicklung des zum jeweiligen Zeitpunkt angekündigten Zielbands seit dem Jahre 2002. Auffallend ist, dass die SNB ab Dezember 2014 das Zielband gar in den negativen Bereich senkte, um Anlagen in Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen.

#### Zusammenfassende Übersicht



### 6.7.3 Umsetzung der Geldpolitik über Repo-Geschäfte

Für die Steuerung des Dreimonats-Libors setzt die Schweizerische Nationalbank sogenannte kurzfristige *Repo-Geschäfte* ein, die eine Variante der Offenmarktpolitik darstellen. Der Begriff ist eine Abkürzung von «Repurchase Agreement» (Rückkaufvereinbarung). Bei einem expansiven Repo-Geschäft verkauft eine Geschäftsbank der SNB Wertpapiere und erhält dafür liquide Mittel. Gleichzeitig wird vereinbart, dass die Bank zu einem späteren Zeitpunkt dieselbe Menge gleichartiger Wertpapiere von der SNB wieder zurückkauft. Die Bank bezahlt der SNB während der Laufzeit des Repos einen Zins, den sogenannten Repo-Zins. Die Repo-Geschäfte sind oft sehr kurzfristig angelegt, haben also in der Regel eine Laufzeit von wenigen Tagen oder Wochen.

Mit diesem Instrument kann die SNB sehr flexibel den Markt mit zusätzlichem Geld versorgen (expansive Geldpolitik) beziehungsweise dieses dem Markt entziehen (restriktive Geldpolitik). Wird so das kurzfristige Geldangebot verändert, so hat dies auch einen Einfluss auf längerfristige Zinssätze wie beispielsweise den Dreimonats-Libor, weil die veränderte Knappheit des Geldes letztendlich alle Zinsen betrifft. Deshalb kann die SNB mithilfe der Repo-Geschäfte den im Zentrum ihrer Kommunikation stehende Dreimonats-Libor steuern.

#### → Repo-Geschäft

Sehr kurzfristige Geschäfte der Zentralbank mit den Geschäftsbanken. Die Geschäftsbank erhält dabei für kurze Zeit liquide Mittel, wofür die Zentralbank den sogenannten Repo-Zins verrechnet.



## ZUSAMMENFASSUNG ANHAND DER LERNZIELE

**1 Preisniveau und Inflation**

Die Veränderung des Preisniveaus (Preis eines repräsentativen Warenkorbs) widerspiegelt die Preisstabilität eines Landes – je kleiner die Veränderung, desto stabiler die Preise. Steigt das so definierte Preisniveau, so spricht man von Inflation. In der Schweiz wird das Preisniveau mit dem Landesindex der Konsumentenpreise gemessen.

**2 Funktionen des Geldes**

Ohne Geld müsste die Wirtschaft auf Tauschhandel basieren, was das Potenzial der Arbeitsteilung enorm einschränken würde. Neben der zentralen Funktion als Tauschmittel dient Geld auch als Wertaufbewahrungsmittel und Recheneinheit.

**3 Die Geldmenge**

Über die Kreditvergabe der Geschäftsbanken werden aus jedem von der Zentralbank ausgegebenen Franken mehrere Franken Zahlungsmittel. Die Geldmenge setzt sich deshalb aus Zentralbankgeld und liquiden – das heisst als Zahlungsmittel verwendbaren – Einlagen bei den Banken zusammen (zum Beispiel Sparkonten).

**4 Offenmarktpolitik**

Die Offenmarktpolitik ist mit Abstand das wichtigste Instrument der Geldpolitik. Bei einer expansiven Offenmarktpolitik kauft die Zentralbank auf dem offenen Markt Wertpapiere und bezahlt mit neu geschaffenem Geld, wodurch sich die Geldmenge erhöht. Restriktiv wirkt die Offenmarktpolitik, wenn die Zentralbank Wertpapiere verkauft und damit Geld aus dem Markt nimmt.

**5 Geldmenge und Inflation**

Erhöht sich die Geldmenge stärker als das reale BIP, so führt dies mittelfristig zu einer Erhöhung des Preisniveaus, also zu Inflation. Dieser Zusammenhang lässt sich aus der Quantitätsgleichung ableiten, die besagt, dass das nominale BIP der Geldmenge multipliziert mit der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes entspricht.

**6 Kosten der Inflation und der Deflation**

Die Kosten einer moderaten Inflation sind auf den ersten Blick nicht leicht zu erkennen. Denn sie beeinträchtigt die Funktionsfähigkeit einer arbeitsteiligen Wirtschaft auf eher subtile Art, beispielsweise durch verzerrte relative Preise, steigende Unsicherheit oder eine willkürliche Umverteilung von Ressourcen. Eine Deflation wirkt selbstverstärkend und kann die Wirtschaft in eine schwer zu bekämpfende Rezession oder gar Depression ziehen.

**7 Kosten der Inflationsbekämpfung**

Hat die Inflation eine gewisse Höhe erreicht, so wird sie selbstverstärkend und muss deshalb eingedämmt werden. Dies erfordert eine restriktive Geldpolitik, die einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit in aller Regel eine Rezession auslöst.

**8 Geldpolitische Strategien**

Geldpolitische Strategien unterscheiden sich vor allem darin, über welches erklärte Ziel die Zentralbank Preisstabilität anstrebt. Sie kann dies tun, indem sie ein Wechselkursziel verfolgt (Bindung der Geldmengenentwicklung an eine andere Währung), ein Geldmengenziel festlegt oder direkt ein Inflationsziel anstrebt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) verfolgte bis Anfang der 1970er-Jahre ein Wechselkursziel, von Anfang 1973 bis Ende der 1990er-Jahre ein Geldmengenziel und seit 1999 ein Inflationsziel.

**9 Das aktuelle geldpolitische Konzept der SNB**

Das heutige geldpolitische Konzept der SNB besteht aus drei Elementen: dem expliziten Ziel der Preisstabilität (Inflation unter zwei Prozent), einer Inflationsprognose als Entscheidungsgrundlage und einem Zielband für den Dreimonats-Libor für Schweizer Franken, das die SNB als operatives Ziel ankündigt, um damit ihre geldpolitischen Absichten zu kommunizieren.

**ZENTRALE BEGRIFFE**

Preisniveau → **166**  
 Kaufkraft → **166**  
 Warenkorb → **166**  
 Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) → **166**  
 Teuerungsausgleich → **167**  
 Spezialisierung → **168**  
 Liquidität → **169**  
 Notenbankgeldmenge → **169**  
 Geschäftsbanken → **169**  
 Sichteinlagen → **170**  
 Transaktionskonten → **170**  
 Spareinlagen → **170**  
 Termineinlagen → **170**  
 Offenmarktpolitik → **171**  
 Wertpapier → **171**  
 Devisen → **171**  
 Girokonten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank → **171**

Geldmarktzins → **173**  
 Leitzins → **173**  
 Geldschöpfungsmultiplikator → **173**  
 Mindestreservesatz → **173**  
 Liquide Mittel → **174**  
 Geldschöpfung → **174**  
 Quantitätsgleichung → **174**  
 Umlaufgeschwindigkeit des Geldes → **175**  
 Quantitätstheorie des Geldes → **176**  
 Hyperinflation → **176**  
 Transaktionskosten → **176**  
 Sachwerte → **177**  
 Verzerrung der relativen Preise → **177**  
 Reale Grösse → **178**  
 Kalte Progression → **178**  
 Steuerklasse → **178**

Nominale Grösse → **178**  
 Lohn-Preis-Spirale → **179**  
 Stagflation → **179**  
 Deflation → **180**  
 Nominalzins → **180**  
 Realzins → **180**  
 Unkonventionelle Geldpolitik → **181**  
 Wechselkursziel → **182**  
 Bretton-Woods-System → **182**  
 Leitwährung → **183**  
 Monetarismus → **183**  
 Geldmengenziel → **183**  
 Inflationsziel → **184**  
 Inflationsprognose → **186**  
 Dreimonats-Libor für Schweizer Franken → **187**  
 Geldmarkt → **187**  
 Repo-Geschäft → **188**

## REPETITIONSFRAGEN KAPITEL 6

- 1 a) Zählen Sie die wichtigsten Kategorien von volkswirtschaftlichen Kosten auf, die eine Inflation verursacht.  
b) Weshalb verursacht auch die Bekämpfung der Inflation volkswirtschaftliche Kosten? Erläutern Sie detailliert.
- 2 a) Wie lässt sich eine Inflation bekämpfen?  
b) Weshalb ist für die Geldpolitik die Bekämpfung einer Deflation schwieriger als die Bekämpfung einer Inflation?
- 3 Durch grosse Produktivitätssteigerungen und stärkeren Wettbewerb im Detailhandel sind in einem Land die Lebensmittelpreise deutlich gesunken. Handelt es sich dabei um bedrohliche Anzeichen einer Deflation? Argumentieren Sie.
- 4 Erklären Sie anhand der Quantitätsgleichung, warum ein Geldmengenzuwachs, der höher ist als das Wirtschaftswachstum, langfristig zu einer Inflation führt.
- 5 a) Nennen Sie die drei wichtigsten Funktionen des Geldes.  
b) Inwiefern beeinträchtigt eine hohe Inflation diese drei Funktionen?
- 6 Für die Geldschöpfung der Geschäftsbanken spielt der Reservesatz eine wichtige Rolle. Welcher Zusammenhang besteht zwischen dem Reservesatz und der Geldmenge?
- 7 a) Die meisten Zentralbanken kommunizieren geldpolitische Massnahmen über einen sogenannten Leitzins, den sie jeweils «erhöhen», «senken» oder «gleich lassen». Wie kann die Zentralbank über die Offenmarktpolitik die Zinsen beeinflussen?  
b) Weshalb ist es von den ökonomischen Anreizen her wichtig, dass die Zentralbank von der Regierung unabhängig ist?
- 8 a) Das aktuelle geldpolitische Konzept der Schweizerischen Nationalbank (SNB) strebt als Ziel eine Inflationsrate zwischen 0% und 2% an. Weshalb lautet das Inflationsziel der SNB nicht 0%, also absolute Preisstabilität?  
b) Nennen und erklären Sie die drei zentralen Elemente des aktuellen geldpolitischen Konzepts der SNB.



