



Sperrfrist

18. April 2024, 18.00 Uhr

Die Umsetzung und Transmission der Geldpolitik der SNB im jüngsten Straffungszyklus

Geldmarkt-Apéro

Antoine Martin und Thomas Moser*

Mitglied des Direktoriums / Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 18. April 2024

© Schweizerische Nationalbank (Referat auf Englisch)

* Die Referenten danken Dirk Faltin und Simon Hänni für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Ihr Dank geht auch an Toni Beutler, Florian Böser, Lucas Fuhrer, Anne Kathrin Funk, Mico Loretan, Christian Myohl, Alexander Perruchoud, Tim Sprissler und Tanja Zehnder für ihre wertvollen Kommentare, an Tim Stettler für seine Unterstützung mit Grafiken und Daten sowie an die Sprachendienste der SNB für Ihre Übersetzungen des Texts.

Sehr geehrte Damen und Herren

Herzlich willkommen zum diesjährigen Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank in Zürich. Es freut mich sehr, dass Sie heute Abend so zahlreich erschienen sind.

Vor einem Jahr, am letzten Geldmarkt-Apéro in Zürich, war die Inflation das Thema Nummer eins für die SNB und die Zentralbanken weltweit. Die Inflation war 2021 global steil angestiegen. Die Gründe dafür waren der starke Anstieg der Energiepreise, Lieferkettenprobleme und die kräftige wirtschaftliche Nachfrage nach der Aufhebung der Corona-Lockdowns (siehe Grafik 1). Der Krieg in der Ukraine verschärfte die Lage zusätzlich. In der Folge zog auch die Inflation in der Schweiz an (rote Linie in Grafik 1). Im August 2022 erreichte die Teuerung der Konsumentenpreise in der Schweiz mit 3,5% einen Höchststand. Aus Schweizer Sicht war diese Inflationsrate besorgniserregend hoch, obwohl einige unserer wichtigsten Handelspartner deutlich höhere Raten verzeichneten.

Die Inflation begann 2023 sowohl weltweit als auch in der Schweiz zu sinken. Der Rückgang erfolgte sogar schneller als ursprünglich erwartet. Im Juni 2023 lag die Inflation in der Schweiz unter 2% und somit wieder in dem Bereich, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. An unserer letzten Lagebeurteilung im März entschieden wir, den SNB-Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 1,5% zu senken. Das war unsere erste Zinssenkung seit 2015. Unsere jüngste Inflationsprognose deutet darauf hin, dass die Inflation über die nächsten drei Jahre auch unter Berücksichtigung der erfolgten Zinssenkung im Bereich der Preisstabilität bleiben wird (siehe Grafik 2).

In der heutigen Rede werden mein Kollege Thomas Moser und ich die Umsetzung und die Transmission unserer Geldpolitik während des letzten Straffungszyklus genauer betrachten und erläutern, wie diese zum deutlichen Rückgang der Inflation beigetragen haben. Konkret werden wir zunächst die Bedeutung der monetären Bedingungen für die Preisstabilität erörtern. Anschliessend analysieren wir, wie die Umsetzung der Zinspolitik der SNB am kurzfristigen besicherten Frankengeldmarkt sowie deren Transmission auf andere Marktzinsen und auf die Gesamtwirtschaft zum Rückgang des Preisdrucks in der Schweiz beigetragen haben. Zum Schluss gehen wir kurz auf die Devisenmarktinterventionen ein, welche die SNB bei Bedarf zur Ergänzung ihrer Zinspolitik einsetzt.

Die SNB muss für angemessene monetäre Bedingungen sorgen, um die Preisstabilität zu gewährleisten

Die SNB hat ihr Ziel erreicht, die Preisstabilität in der mittleren Frist zu erhalten.

Grafik 3 zeigt die jährliche Inflation in der Schweiz (schwarze Linie) sowie den langfristigen Durchschnitt der Inflationsrate (gestrichelte Linie) und den von der SNB definierten Bereich der Preisstabilität (graue Fläche). Wie Sie sehen, lag die Inflation die meiste Zeit innerhalb

des Bereichs, den die Nationalbank mit Preisstabilität gleichsetzt.¹ Zudem lag die Inflation seit der Einführung des aktuellen geldpolitischen Konzepts der SNB im Jahr 2000 bei durchschnittlich 0,6%.

Während diese Inflationsentwicklung auf verschiedene Faktoren – sowohl institutioneller als auch politischer Art – zurückzuführen ist, hängt die Preisstabilität direkt von den angemessenen monetären Bedingungen ab. Diese werden durch das Zinsniveau und die Wechselkurse bestimmt. Sind die Zinsen zu tief, werden die monetären Bedingungen zu locker, was einen Nachfrageüberhang und einen Anstieg der Inflation begünstigt. Sind die Zinsen hingegen zu hoch, werden die monetären Bedingungen zu straff, was dann die Wirtschaftsaktivität abschwächt und die Inflation dämpft. Die Wechselkursentwicklung wirkt sich über die Importpreise direkt auf die Inflation aus. Eine Aufwertung des Frankens senkt die Importpreise und reduziert damit direkt deren Beitrag zur Inflation in der Schweiz.² Als kleine, offene Volkswirtschaft ist die Schweiz gegenüber externen Störungen stark exponiert. Wechselkursbewegungen können sich deshalb besonders stark auf die Inflation und die Wirtschaftsaktivität in unserem Land auswirken.³

Die SNB beeinflusst die monetären Bedingungen hauptsächlich durch ihre Zinspolitik. Sie legt den Leitzins fest, um für angemessene monetäre Bedingungen in der Schweiz zu sorgen. Leitzinsänderungen wirken sich auf das inländische Zinsniveau und den Wechselkurs des Frankens aus (siehe Grafik 4).⁴ Erwartet die SNB einen nachhaltigen Anstieg der Inflation über das erwünschte Niveau, kann sie den Leitzins anheben und den Franken stärken, um die Konjunktur abzukühlen und den Inflationsdruck zu dämpfen. Umgekehrt gilt: Wenn die SNB davon ausgeht, dass die Inflation unter den Bereich fallen könnte, der mit Preisstabilität vereinbar ist, kann sie den Leitzins senken, um die Wirtschaft anzukurbeln und deflationären Tendenzen entgegenzuwirken.

Änderungen des Zinsniveaus haben eine breite, wenn auch zeitlich verzögerte Wirkung auf die Wirtschaft. Die Effekte erreichen die Wirtschaft über verschiedene Kanäle. So beeinflussen Zinsänderungen z.B. die Kapitalkosten, was mit der Zeit zu Anpassungen der Konsum- und Investitionsentscheidungen führt. Das Zinsniveau wirkt sich auch auf die Preise von Vermögenswerten aus, die ihrerseits das Vermögen der Privathaushalte und den Wert von Sicherheiten beeinflussen. Darüber hinaus können Zinsänderungen auch den Wechselkurs des

¹ Obschon sich die Inflation vorübergehend auch ausserhalb des angestrebten Bereichs bewegte, konnte die Preisstabilität über die Zeit gewahrt werden. Ein kurzzeitiges Überschreiten der Marke von 2% oder ein kurzzeitiges Absinken unter 0% können die Folge von aussergewöhnlichen Faktoren sein, etwa von Preisausschlägen beim Erdöl oder starken Wechselkursschwankungen.

² Indirekt wirkt sich der Wechselkurs über die Nachfrage nach inländischen Waren und Dienstleistungen auf die Inflation aus: Eine Abwertung des Frankens erhöht die Nachfrage, eine Aufwertung reduziert sie.

³ Eine Besonderheit der Schweiz besteht darin, dass sich der Franken unabhängig von binnenwirtschaftlichen Faktoren entwickeln kann, da er international als «sicherer Hafen» gilt – d.h. als eine Währung, die in Zeiten erhöhter globaler Unsicherheit und Marktturbulenzen attraktiv ist für Investorinnen und Investoren. Dies kann zu einer starken und raschen Aufwertung des Frankens führen, wodurch sich Schweizer Exporte verteuern und Importe verbilligen. Das so entstehende deflationäre Umfeld kann die Preisstabilität gefährden. In den letzten Jahren führten eine Reihe von Krisen zu einem Aufwertungsschub des Frankens, insbesondere die globale Finanzkrise und die europäische Staatsschuldenkrise.

⁴ Siehe Fink, Frei, Maag und Zehnder (2024).

Frankens beeinflussen. Steigen beispielsweise die Zinsen in der Schweiz gegenüber dem Ausland, kann dies den Franken stärken und damit die Nachfrage nach Schweizer Exporten schwächen.

Bei Bedarf ergänzt die SNB ihre Zinspolitik durch zusätzliche geldpolitische Massnahmen, insbesondere durch Devisenmarktinterventionen.⁵ Angesichts der grossen Bedeutung, die der Wechselkurs des Frankens für die Wirtschaftsaktivität und die Inflation in der Schweiz hat, sowie des vergleichsweise tiefen Zinsniveaus in der Schweiz sind Devisenmarktinterventionen für die Nationalbank zeitweise ein wichtiges geldpolitisches Instrument. Um die Preisstabilität zu gewährleisten, kann die SNB Devisen gegen Franken kaufen oder verkaufen. Devisenmarktinterventionen wirken sich direkt auf den Franken und somit auf die Preise der importierten Waren und Dienstleistungen aus (siehe Grafik 4).

Im jüngsten Straffungszyklus wirkte die SNB dem Inflationsanstieg entgegen, indem sie ihren Leitzins erhöhte und den Franken aufwerten liess. Als die Inflation 2021 anzog, liess die Nationalbank zunächst die Frankenaufwertung zu (grüne Linie in Grafik 5), was den externen Preisdruck minderte. Im zweiten Halbjahr 2022 begann sie, Devisen zu verkaufen. Ohne die Aufwertung des Frankens hätte die importierte Inflation ab Mitte 2022 noch stärker zur Inflation beigetragen (gelbe Balken in Grafik 5).⁶ Zudem begann die SNB ab Juni 2022, den Leitzins rasch anzuheben. Dies wird durch die rote Linie in Grafik 5 veranschaulicht, die den SARON⁷-basierten 1-Jahres-Swapsatz zeigt. Der Zinsanstieg trug zur Straffung der monetären Bedingungen bei und leistete durch die Dämpfung der Zweitrundeneffekte einen Beitrag zur Eindämmung der inländischen Inflation (blaue Balken in Grafik 5).

Die Kombination von höheren Zinsen und der Aufwertung des Frankens führte seit 2021 zu einer deutlichen Straffung der monetären Bedingungen in der Schweiz. Um die monetären Bedingungen einer Volkswirtschaft zu messen, können die Effekte von Zinsen, Wechselkursen und anderen Faktoren in einem Index aggregiert werden. Grafik 6 zeigt den Financial Conditions Index (FCI) von Goldman Sachs für die Schweiz. In diesem Index haben die Zinsen und der Wechselkurs ein beträchtliches Gewicht (über 60% bzw. 20%).⁸ In keinem anderen Land, für das Goldman Sachs einen FCI berechnet, ist das Gewicht des Wechselkurses so hoch wie in der Schweiz. Wie Sie sehen, wurden die monetären Bedingungen in der Schweiz zwischen 2021 und Ende 2023 deutlich straffer. Grafik 6 zeigt, dass dies auf die höheren Zinsen (rote Fläche) und insbesondere auch auf die Frankenaufwertung (blaue Fläche) zurückzuführen ist.

⁵ Nach einer umfassenden Überprüfung im Jahr 2022 sieht das geldpolitische Konzept der SNB nun ausdrücklich zusätzliche geldpolitische Massnahmen vor, um bei Bedarf den Wechselkurs oder das Zinsniveau zu beeinflussen.

⁶ Da die Inflation im Vergleich mit unseren wichtigsten Handelspartnern relativ moderat ausfiel, blieb die Schweizer Exportwirtschaft trotz der nominalen Aufwertung des Frankens international wettbewerbsfähig. Die reale Frankenaufwertung war – unter Berücksichtigung dieser Inflationsdifferenzen – deutlich weniger ausgeprägt.

⁷ Swiss Average Rate Overnight (besicherter Tagesgeldsatz).

⁸ Die Bedingungen am Aktien- und Unternehmensanleihenmarkt machen die restlichen Gewichte aus.

Um die monetären Bedingungen zu beeinflussen, muss die SNB ihre Zinspolitik wirksam umsetzen, um eine starke Transmission auf die Marktzinsen zu ermöglichen. In diesem Referat verwenden wir den Begriff «Umsetzung» zur Beschreibung der Massnahmen, welche die SNB einsetzt, um die kurzfristigen besicherten Geldmarktsätze, von denen der SARON der wichtigste ist, nahe am SNB-Leitzins zu halten. Mit dem Begriff «Transmission» hingegen beschreiben wir die Übertragung des Leitzinses auf andere relevante Marktzinsen und letztlich auf die Wirtschaftsaktivität und die Inflation. Zur Umsetzung unserer Geldpolitik werden verschiedene Instrumente eingesetzt, darunter die Verzinsung der Sichtguthaben der Banken bei der SNB und die Durchführung von Offenmarktoperationen, wie Repogeschäfte und die Emission von SNB Bills. Dies sind die Hauptinstrumente, welche die SNB zur Umsetzung ihrer Zinspolitik nutzt. Ausgehend von der Umsetzung der Geldpolitik findet dann eine Transmission des geldpolitischen Kurses der SNB auf eine Vielzahl von Marktzinsen statt.

Die SNB setzt ihre Zinspolitik am kurzfristigen besicherten Frankengeldmarkt um

Die SNB setzt ihre Zinspolitik durch die Steuerung der kurzfristigen besicherten Geldmarktsätze in Franken um. Dabei ist zu beachten, dass der SNB-Leitzins kein Marktzins ist, sondern ein Mittel zur Kommunikation des geldpolitischen Kurses. Die Nationalbank beeinflusst die monetären Bedingungen in der Schweiz, indem sie den SNB-Leitzins festlegt und die kurzfristigen besicherten Geldmarktsätze mittels abgestufter Verzinsung der Sichtguthaben und liquiditätsabschöpfender Operationen in die Nähe des Leitzinses steuert. Der SARON ist der wichtigste kurzfristige besicherte Geldmarktzinssatz in Franken.⁹ Im Verlauf des jüngsten Straffungszyklus hob die SNB ihren Leitzins um insgesamt 2,5 Prozentpunkte von $-0,75\%$ auf $+1,75\%$ an. Grafik 7 zeigt den Leitzins (blaue Linie) und den SARON (rote Linie). Wie Sie sehen, wurde jede Leitzinserhöhung vollständig auf den SARON übertragen.

Der Umsetzungsansatz der SNB trägt dazu bei, alle kurzfristigen Geldmarktsätze in Franken nahe beieinander zu halten. Einige dieser Zinssätze, wie die kurzfristigen unbesicherten Geldmarktsätze und die impliziten Zinssätze aus Devisenswaps, beeinflussen die Finanzierungskosten von Finanzinstituten und damit die Preise von Finanzprodukten. In den meisten Fällen sorgt die Arbitrage dafür, dass alle kurzfristigen Geldmarktsätze eng miteinander verbunden sind. Gelegentlich können jedoch Marktfriktionen die Arbitrage-Mechanismen stören. In solchen Fällen trägt der Umsetzungsansatz der SNB dazu bei, dass diese Zinssätze eng miteinander verbunden bleiben. Während die SNB direkt am Repomarkt intervenieren kann, um den SARON zu beeinflussen, unterstützt beispielsweise die Verzinsung der die Limite übersteigenden Sichtguthaben der Banken (derzeit liegt sie einen halben Prozentpunkt unter dem SNB-Leitzins) die Angleichung der Zinssätze in anderen Marktsegmenten, in denen die SNB nicht direkt aktiv ist. Dies gilt insbesondere für die aus

⁹ Für eine ausführliche Diskussion des aktuellen Umsetzungsansatzes der SNB siehe Maechler und Moser (2022b) sowie Moser (2023).

Devisenswaps abgeleiteten Zinssätze. Ein weiteres Beispiel sind die SNB Bills. Die Nationalbank emittiert SNB Bills im Rahmen ihres Umsetzungsansatzes, um Liquidität abzuschöpfen. SNB Bills haben den zusätzlichen Vorteil, dass sie zu einer Angleichung der kurzfristigen Zinssätze beitragen, da sie allen Finanzmarktteilnehmern zugänglich sind, auch denjenigen, die keinen Zugang zum Franken-Repomarkt haben, auf dem der SARON basiert.

Alle kurzfristigen Geldmarktsätze in Franken bewegen sich nahe am SNB-Leitzins. Wie Grafik 8 zeigt, bewegten sich während des jüngsten geldpolitischen Straffungszyklus alle kurzfristigen Geldmarktsätze nahe am SNB-Leitzins. Wenn die SNB ihren Leitzins anpasst und den SARON mit ihren geldpolitischen Instrumenten in die Nähe des neuen Leitzinses bringt, folgen die anderen kurzfristigen Geldmarktsätze in der Regel dieser Bewegung. Bisher gab es nur wenige kurze Phasen mit grösseren Abweichungen vom SNB-Leitzins. So beobachten wir beispielsweise am Jahresende oft eine erhebliche Prämie für den Swap verschiedener Währungen, einschliesslich des Frankens, in US-Dollar, was zu Abweichungen der impliziten Frankenzinsen aus Devisenswaps gegenüber dem SNB-Leitzins führt (gelbe und grüne Linie in Grafik 8). Insgesamt bewegen sich die kurzfristigen Zinssätze in allen Segmenten des Frankengeldmarkts nahe am SNB-Leitzins. Grafik 8 zeigt, dass Abweichungen in der Regel moderat und von kurzer Dauer waren und durch verschiedene Aspekte unseres Umsetzungsansatzes wirksam begrenzt wurden.

Der geldpolitische Kurs der SNB überträgt sich auf die längerfristigen Zinsen und auf verschiedene Marktsegmente

Neben der wirksamen Umsetzung ist eine starke und breite Transmission der Zinspolitik der SNB zentral für die Gewährleistung angemessener monetärer Bedingungen. Während einige Finanzprodukte, wie variabel verzinste Hypotheken, direkt auf Grundlage des SARON bepreist werden, spielt auch die auf dem SARON basierende Swapkurve eine wichtige Rolle für die breite Transmission der Geldpolitik. Der Grund dafür ist, dass die meisten Finanzprodukte, z.B. auf Franken lautende Hypotheken, Darlehen und Anleihen, die SARON-basierte Swapkurve als Preisgrundlage verwenden. Der SARON ist deshalb nicht nur der wichtigste direkt verwendete Referenzzinssatz in der Schweiz, sondern er dient auch als Anker für die Swapkurve und ist damit auch für andere Frankenzinssätze relevant.¹⁰

Anpassungen der Zinspolitik der SNB werden über die SARON-Swapkurve übertragen. Während die SNB den SARON, also das kurze Ende der Swapkurve, direkt steuert, beeinflusst sie über die Erwartungen der Marktteilnehmer auch die längerfristigen Zinsen, beispielsweise über die vierteljährliche Veröffentlichung ihrer bedingten Inflationsprognose.¹¹ Grafik 9 veranschaulicht dies: Sie zeigt die SARON-Swapkurve zu drei verschiedenen Zeitpunkten. Im Mai 2022, kurz vor der ersten Erhöhung des SNB-Leitzinses, war die

¹⁰ Für eine breitere Diskussion dazu, wie der SARON den LIBOR als wichtigsten Schweizer Referenzzinssatz abgelöst hat, siehe Maechler und Moser (2022a).

¹¹ Die SNB macht grundsätzlich keine expliziten Angaben zum beabsichtigten Zinsverlauf.

Swapkurve ansteigend, da die Erwartungen höherer zukünftiger Zinssätze am längeren Ende der Kurve eingepreist waren (blaue Linie). Ein Jahr später präsentierte sich die Swapkurve nahezu flach, da die kurzfristigen Zinssätze deutlich stärker angestiegen waren als die längerfristigen (rote Linie). Dieses Bild spiegelte die Erwartungen der Marktteilnehmer wider, dass keine weiteren Zinserhöhungen notwendig sein würden, um einen Inflationsanstieg zu verhindern. Heute nun ist die Swapkurve invers, was den Erwartungen der Marktteilnehmer entspricht, die von einer moderaten Inflation und weiteren Senkungen des SNB-Leitzinses in naher Zukunft ausgehen (gelbe Linie).

Anpassungen der Zinspolitik der SNB werden auch auf andere Finanzmarktsegmente übertragen. Für eine wirksame Transmission muss sich der SNB-Leitzins nicht nur auf Zinsswaps, sondern auf alle anderen relevanten Finanzmarktsegmente auswirken. Grafik 10 zeigt die Entwicklung verschiedener zehnjähriger Zinssätze ab 2021. Wie Sie sehen, bewegten sich die Zinssätze für Hypotheken (rote Linie), eines der wichtigsten Finanzprodukte der Banken, seit Anfang 2022 fast synchron zu den Swapsätzen (blaue Linie).¹² Auch die Renditen anderer Finanzmarktprodukte, wie Unternehmensanleihen (grüne Linie) und Pfandbriefe (gelbe Linie), folgten den Swapsätzen. Nach einem starken Anstieg im Jahr 2022 haben sich diese Zinssätze im Jahr 2023 stabilisiert und sind in den letzten Monaten sogar etwas gesunken.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die robuste Transmission der Zinspolitik der SNB auf die Marktzinsen dazu beigetragen haben, den Inflationsdruck zu reduzieren. Während der Rückgang der inländischen Inflation in den vergangenen Monaten teilweise der abnehmenden importierten Inflation zugeschrieben werden kann, trugen die Zinspolitik der SNB und ihre robuste Transmission dazu bei, die Zweitrundeneffekte auf die Inflation zu mildern, indem sie für eine gute Verankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen sorgten. Ebenfalls wichtig: Im jüngsten Straffungszyklus ergänzte die Nationalbank ihre Zinspolitik mit Devisenmarktinterventionen, um günstige monetäre Bedingungen für die mittelfristige Preisstabilität zu schaffen.

Die SNB setzt bei Bedarf Devisenmarktinterventionen ergänzend zu ihrer Zinspolitik ein

Devisenmarktinterventionen sind ein bewährtes geldpolitisches Instrument der SNB. Seit vielen Jahren setzt sie Devisenmarktinterventionen als ergänzendes Instrument zum Leitzins ein. Sie hat in dieser Zeit umfangreiche Erfahrungen mit dem wirksamen Einsatz dieses Instruments gesammelt.¹³ Insbesondere hat die Nationalbank stark in Know-how und

¹² Die übliche starke Korrelation zwischen Swapsätzen und festverzinslichen Hypotheken hat sich im Zuge der Rückkehr der Zinsen in den positiven Bereich wieder eingestellt. Diese Korrelation war während des Negativzinsumfelds geschwächt, da die Banken versuchten, ihre negative Passivmarge zu kompensieren (siehe Baeriswyl et al., 2021).

¹³ Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass Devisenmarktinterventionen den Wechselkurs sowohl in der kurzen als auch in der langen Frist beeinflussen können, da sie über eine Vielzahl von Kanälen ablaufen. So wirken sich die Interventionen beispielsweise auf Marktliquidität, Portfolioverschiebungen und Geldmenge aus, senden aber auch Signale, die einen Einfluss auf die Markterwartungen

Technologie investiert, um mit den Entwicklungen an den globalen Devisenmärkten Schritt zu halten. Dabei stechen zwei wichtige Trends hervor: die zunehmende Elektronisierung und die Fragmentierung der Devisenmärkte. Heute werden die meisten Devisentransaktionen elektronisch ausgeführt und die Handelsvolumen haben sich von den Primärmärkten auf eine zunehmende Zahl von Plattformen verlagert.¹⁴

Während des jüngsten Straffungszyklus verkaufte die SNB Devisen, was zur Aufwertung des Frankens beitrug und die importierte Inflation dämpfte. In der Vergangenheit setzte die SNB Devisenmarktinterventionen ein, um deflationäre Tendenzen zu bekämpfen. So kaufte sie während der Corona-Pandemie Devisen, um die starke und abrupte Aufwertung des Frankens zu entschärfen, die einen übermässigen Abwärtsdruck auf die Inflation ausübte. Umgekehrt begann die Nationalbank im Jahr 2022, als die Inflation in der Schweiz und weltweit anzog, Devisen zu verkaufen, um die Aufwertung des Frankens zu unterstützen und so die importierte Inflation zu dämpfen (siehe Grafik 11).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich Devisenmarktinterventionen für die SNB als wichtige Ergänzung des geldpolitischen Instrumentariums erwiesen haben. Devisenmarktinterventionen haben sich sowohl bei der Bekämpfung von deflationärem als auch von inflationärem Druck bewährt. Dies unterstreicht die Vielseitigkeit dieses Instruments zur Wahrung der Preisstabilität in der Schweiz. Ohne ihre Devisenverkäufe hätte die SNB während des jüngsten Straffungszyklus den Leitzins viel stärker anheben müssen, um für angemessene monetäre Bedingungen zu sorgen.

Schlussbemerkungen

Im August 2022 erreichte die Inflation in der Schweiz mit 3,5% ihren Höchststand und bildete sich seither deutlich zurück. Im März dieses Jahres betrug sie 1,0%. Die Entspannung bei den globalen Lieferketten und tiefere Energiepreise trugen zur Minderung des Inflationsdrucks bei; eine zentrale Rolle spielte jedoch auch die Anpassung der monetären Bedingungen durch die SNB. Indem sie ihren Leitzins wirksam am kurzfristigen besicherten Frankengeldmarkt umsetzte und eine breite Transmission auf alle relevanten Finanzmarktinzinsen und den Frankenwechsellkurs sicherstellte, konnte sie die Inflation in der Schweiz rasch dämpfen. Ergänzend zu ihrer Zinspolitik verkaufte die Nationalbank Devisen, um dem Inflationsdruck aus dem Ausland entgegenzuwirken. Während die Zinspolitik der wichtigste Hebel der SNB zur Beeinflussung der monetären Bedingungen ist, haben sich Devisenmarktinterventionen in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz als wirksames zusätzliches Instrument zur Schaffung von monetären Bedingungen erwiesen, welche die Preisstabilität gewährleisten.

haben (siehe Sarno und Taylor, 2001, und Bouchaud, 2022). Siehe auch Cwik und Winter (2024) für Evidenz zur Wirksamkeit der Devisenkäufe der SNB im Zeitraum bis Juni 2022.

¹⁴ Für eine breitere Diskussion zum Strukturwandel am Devisenmarkt und dessen Implikationen für die SNB siehe Maechler und Moser (2021).

Referenzen

- Alcidi, C., M. Barslund, A. Bris, W. P. de Groen, D. Gros und K. Pilbeam (2015), Currency interventions: Effective policy tool or short-sighted gamble?, *Intereconomics*, ISS 16-964X, Springer, Heidelberg, Bd. 50, Ausgabe 2, S. 64–81.
- Baeriswyl, R., L. M. Fuhrer, P. Gerlach-Kristen, und J. Tenhofen (2021), The Dynamics of Bank Rates in a Negative-rate Environment: The Swiss Case, SNB Working Papers, 2021-05, Schweizerische Nationalbank.
- Bouchaud, J.-P. (2022), The inelastic market hypothesis: a microstructural interpretation, *Quantitative Finance* 22(10), S. 1785–1795.
- Cwik, T. und C. Winter (2024), FX interventions as a form of unconventional monetary policy, SNB Working Papers, 2024-04, Schweizerische Nationalbank.
- Fink, F., L. Frei, T. Maag und T. Zehnder (2024), The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates, *International Journal of Central Banking*, Bd. 20, Nr. 1, S. 53–92.
- Gagnon, J. E. (2024), Supply shocks were the most important source of inflation in 2021-23, but raising rates to curb demand was still appropriate, *PIEE Insider*, 21, Februar.
- Jordan, T. (2020), Small country – big challenges. Switzerland’s monetary policy response to the coronavirus pandemic, IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture.
- Maechler, A. und T. Moser (2021), Devisenmarkt im Umbruch: Implikationen für die Nationalbank, Geldmarkt-Apéro der SNB, 11. November.
- Maechler, A. und T. Moser (2022a), Nach dem Libor: Eine neue Ära der Referenzzinssätze, Geldmarkt-Apéro der SNB, 31. März.
- Maechler, A. und T. Moser (2022b), Rückkehr zu positiven Zinsen: Warum «Reserve Tiering»? , Geldmarkt-Apéro der SNB, 17. November.
- Moser, T. (2023), Implementing monetary policy with positive interest rates and a large balance sheet: First experiences, SNB Money Market Event, 9. November.
- Sarno, L. und M. P. Taylor (2001), Official intervention in the foreign exchange market: is it effective and, if so, how does it work?, *Journal of Economic Literature* 52(1), 830–868.

Die Umsetzung und Transmission der Geldpolitik der SNB im jüngsten Straffungszyklus

Antoine Martin

Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank

Thomas Moser

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

Zürich, 18. April 2024

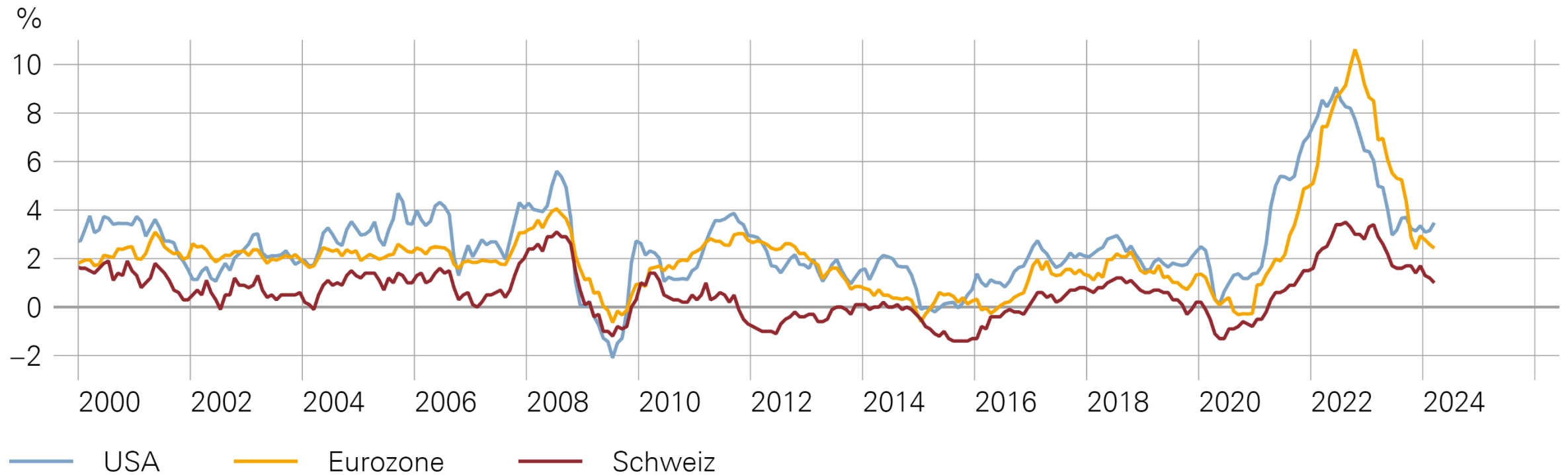
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Die globale Inflation ist seit dem Höchststand im zweiten Halbjahr 2022 deutlich gesunken

TEUERUNG DER KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr

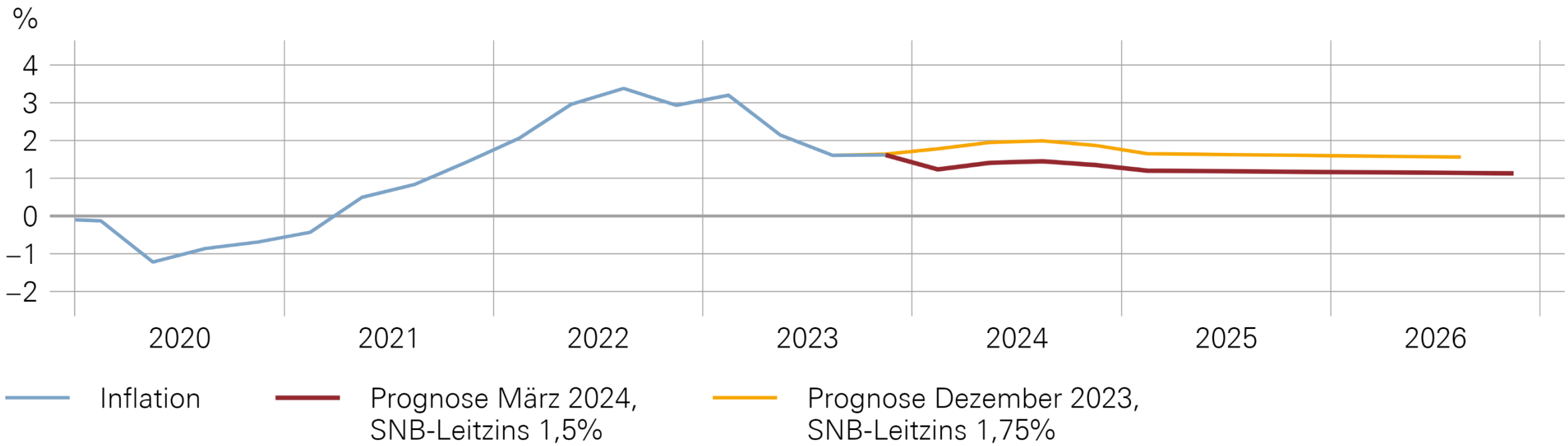


Quellen: BFS, BLS, Eurostat, SNB

In den nächsten Jahren liegt die bedingte Inflationsprognose der SNB in dem Bereich, den sie mit Preisstabilität gleichsetzt

LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE VOM MÄRZ 2024

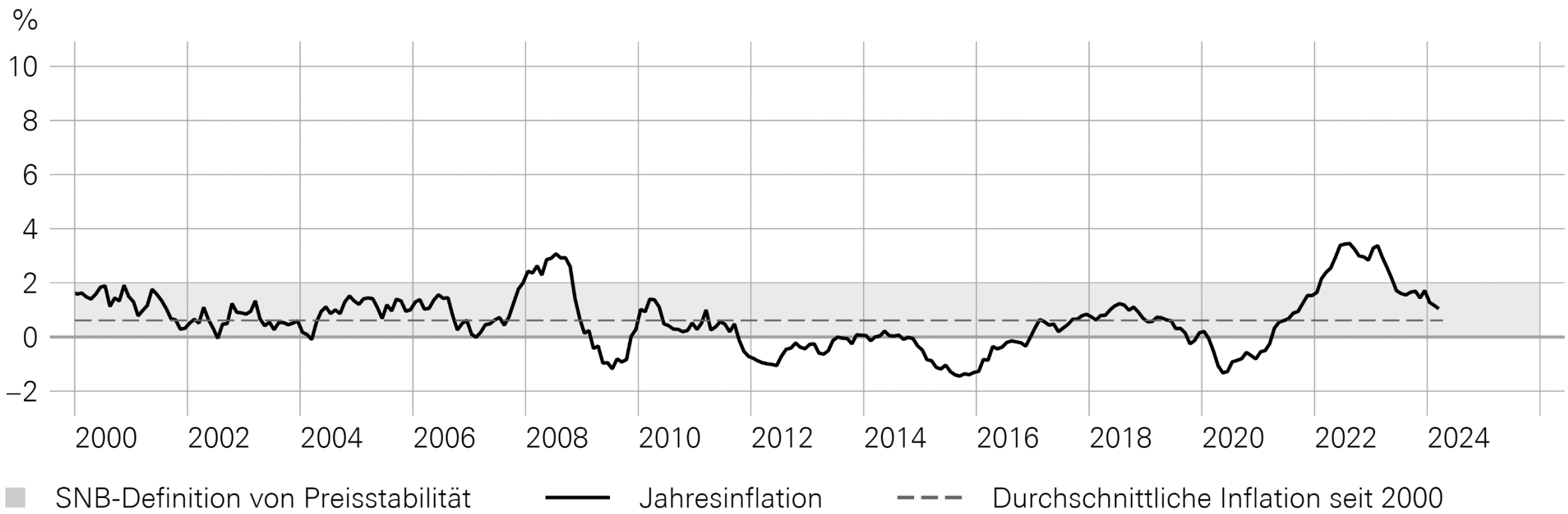
Veränderung gegenüber Vorjahr



Quellen: BFS, SNB

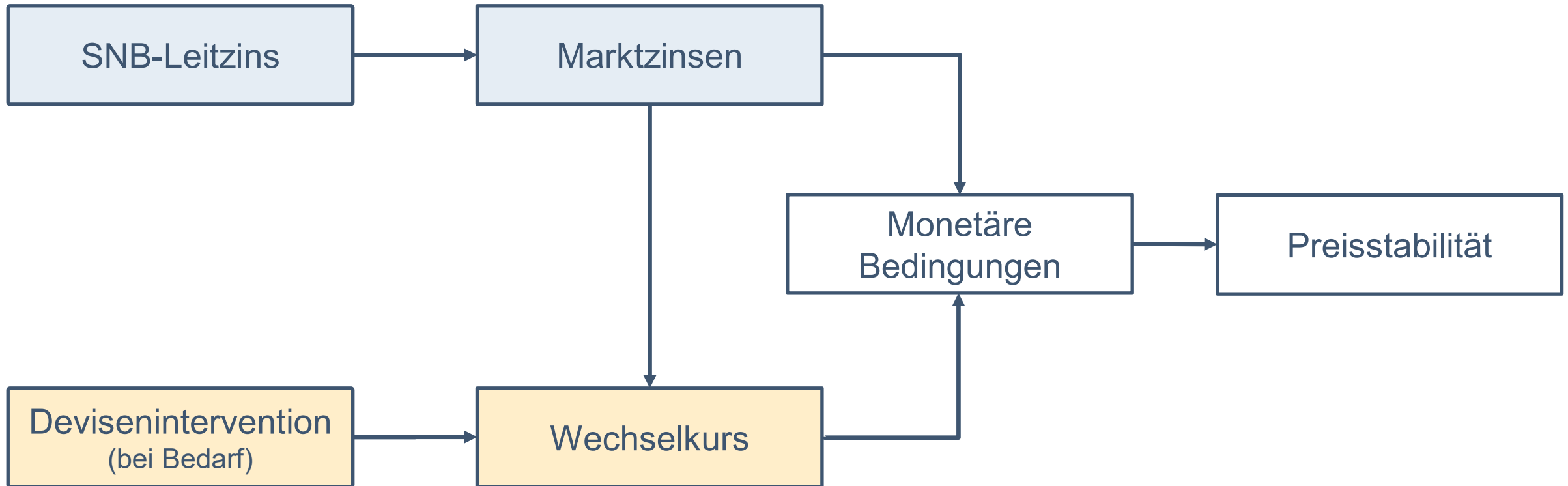
Seit dem Jahr 2000 hat die SNB ihr Ziel erreicht, die mittelfristige Preisstabilität zu erhalten

INFLATION IN DER SCHWEIZ UND SNB-DEFINITION VON PREISSTABILITÄT



Quellen: BFS, SNB

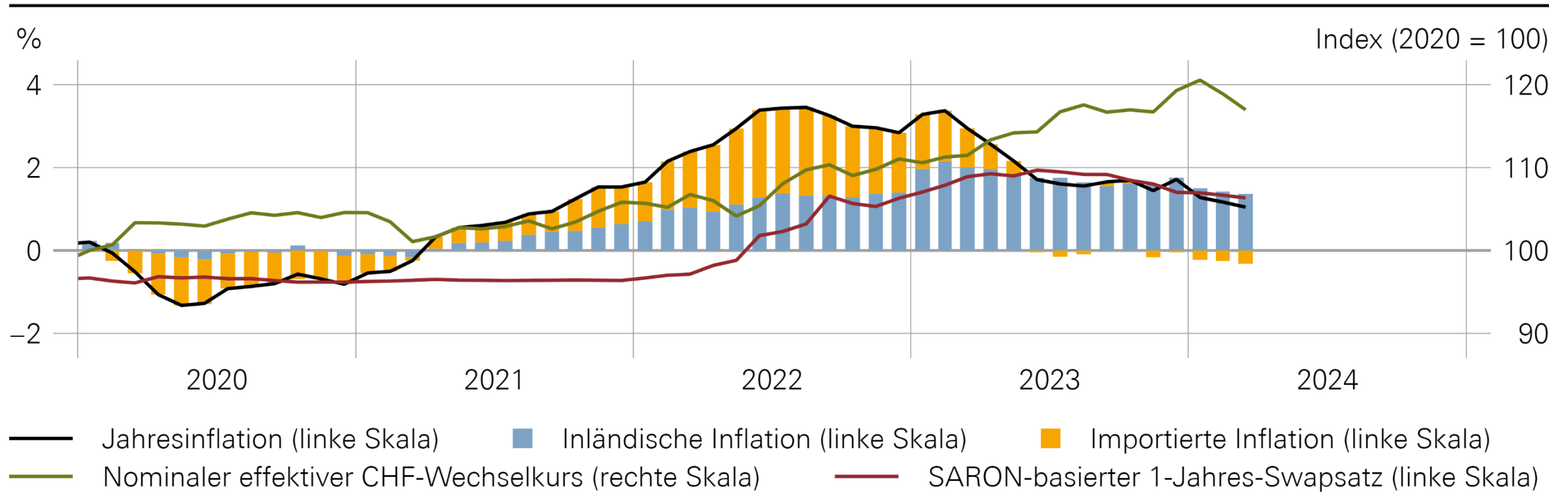
Die SNB muss für angemessene monetäre Bedingungen sorgen, um die Preisstabilität zu gewährleisten



Quelle: SNB

Die SNB muss für angemessene monetäre Bedingungen sorgen, um die Preisstabilität zu gewährleisten

INFLATION IN DER SCHWEIZ MIT BEITRÄGEN, WECHSELKURS UND SARON-BASIERTEM SWAPSATZ

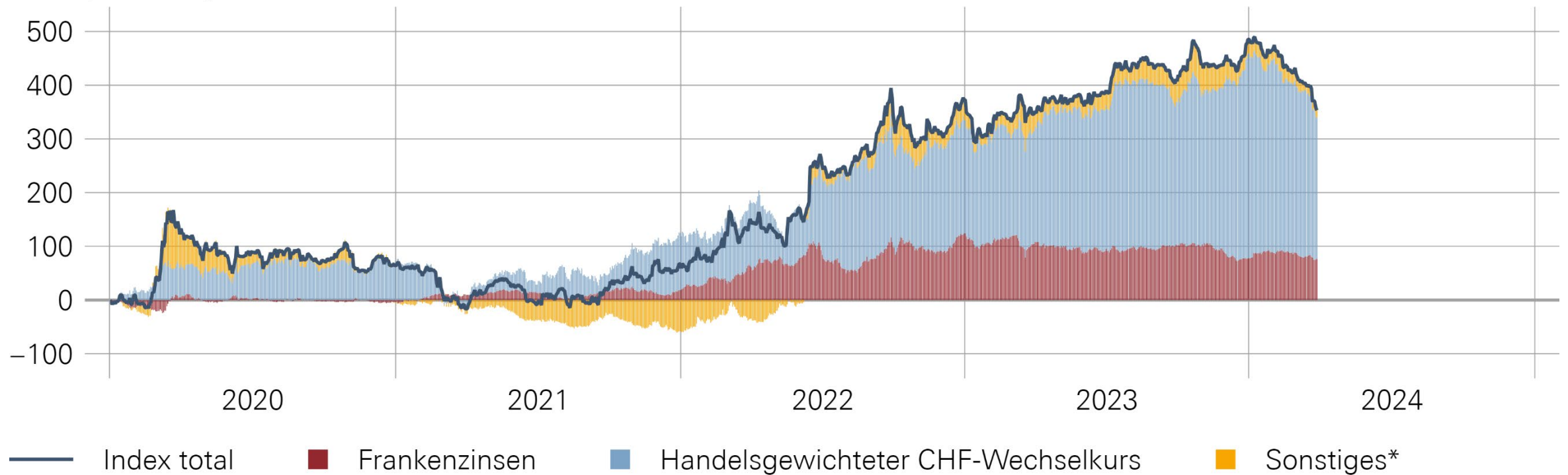


Quellen: BFS, Bloomberg, IWF, SNB

Die monetären Bedingungen in der Schweiz wurden seit 2021 deutlich straffer

FINANCIAL CONDITIONS INDEX VON GOLDMAN SACHS FÜR DIE SCHWEIZ, MIT BEITRÄGEN

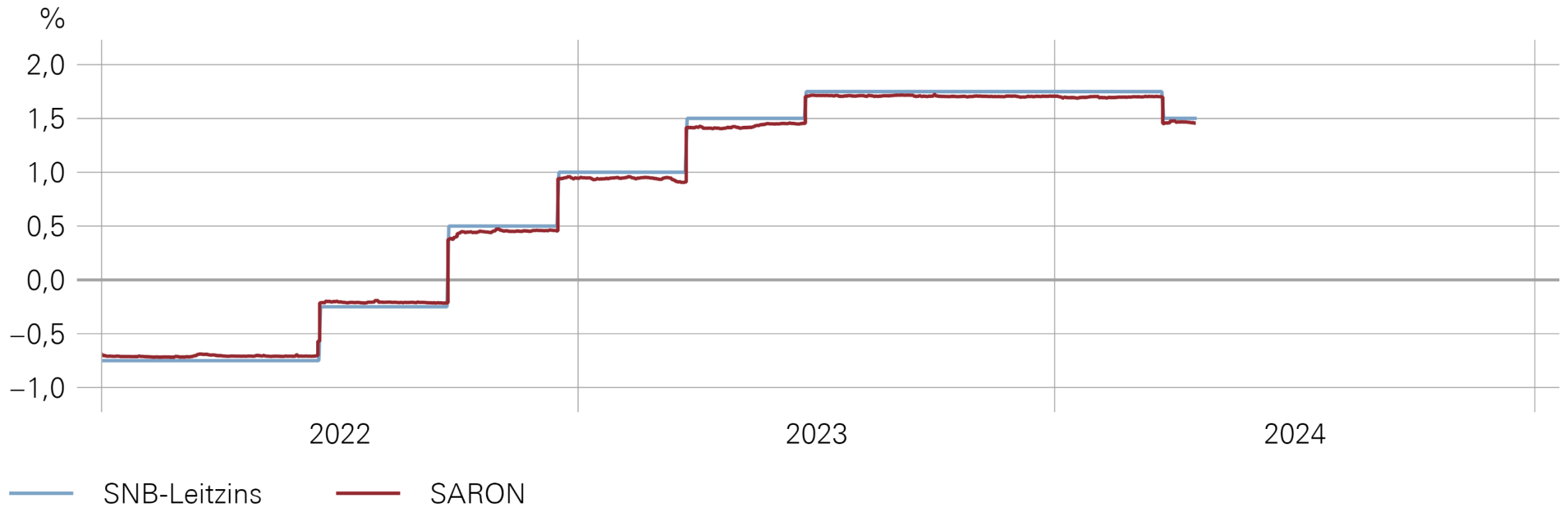
Index (2020 = 0)



Quellen: Goldman Sachs, SNB **Hinweis:** *Beinhaltet Credit Spreads und Aktien.

Die SNB setzt ihre Zinspolitik um, indem sie die kurzfristigen besicherten Geldmarktsätze in Franken in die Nähe des SNB-Leitzinses steuert

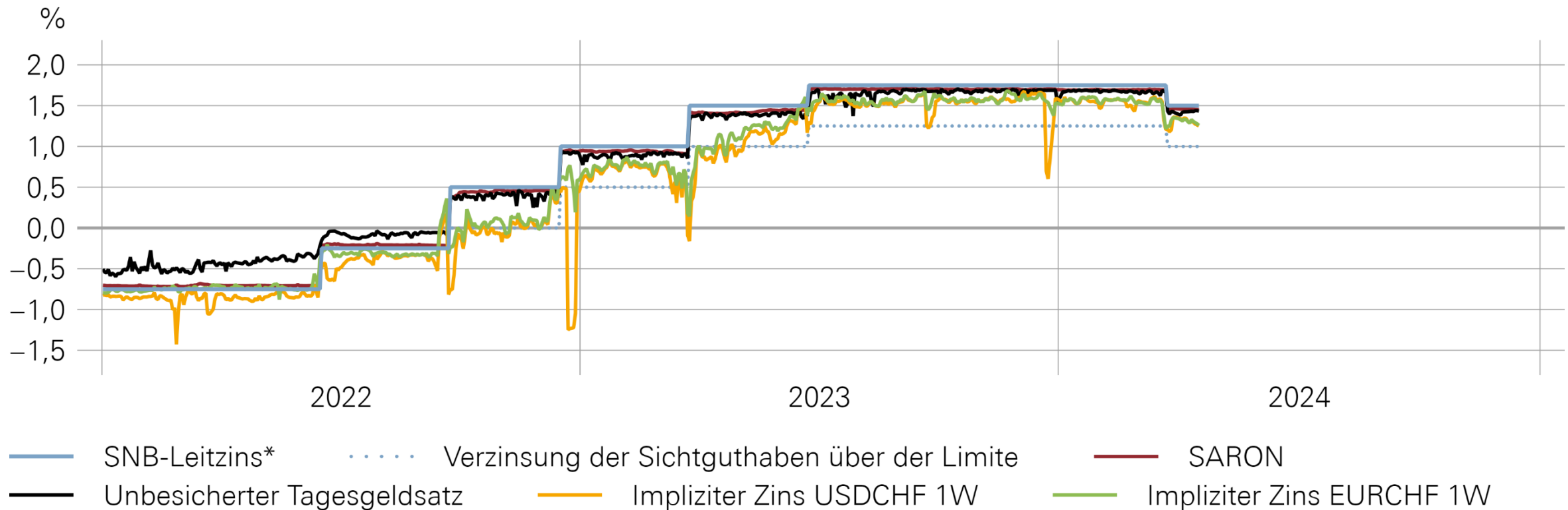
SNB-LEITZINS UND SARON



Quelle: SNB

Alle kurzfristigen Geldmarktsätze in Franken bewegen sich nahe am SNB-Leitzins

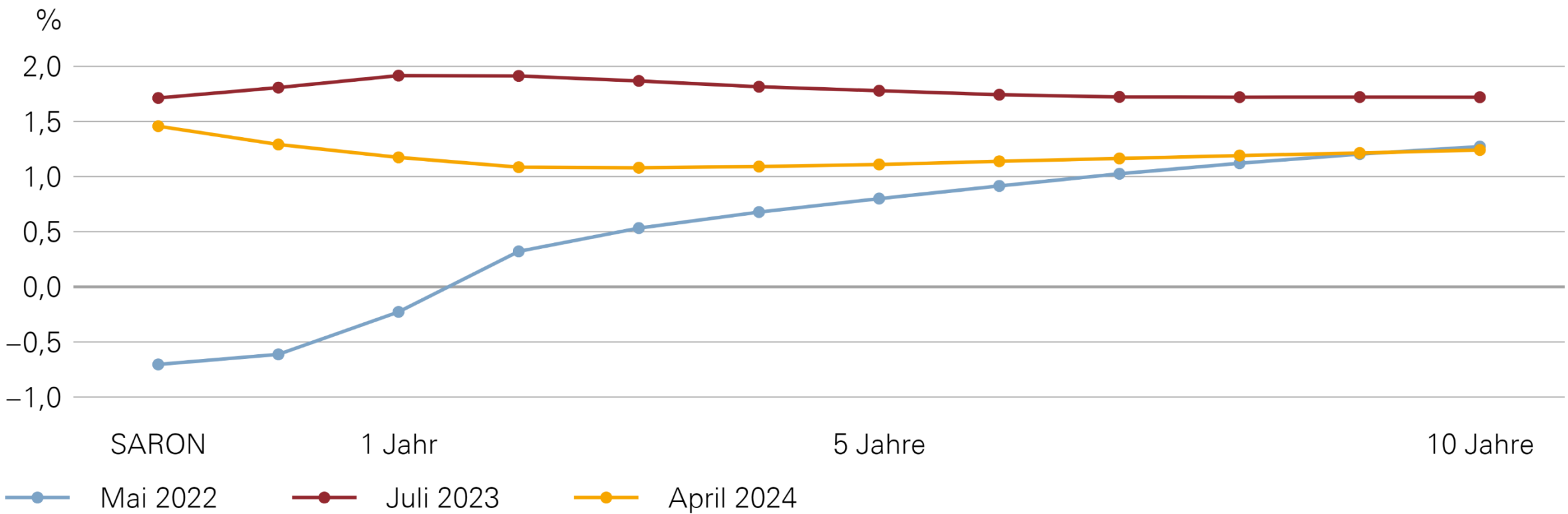
SNB-LEITZINS UND KURZFRISTIGE GELDMARKTSÄTZE



Quellen: Bloomberg, Gottex Brokers, Instimatch, SNB **Hinweis:** *Entspricht der Verzinsung der Sichtguthaben bis zur Limite (ab September 2022).

Der geldpolitische Kurs der SNB überträgt sich auf die SARON-Swapkurve

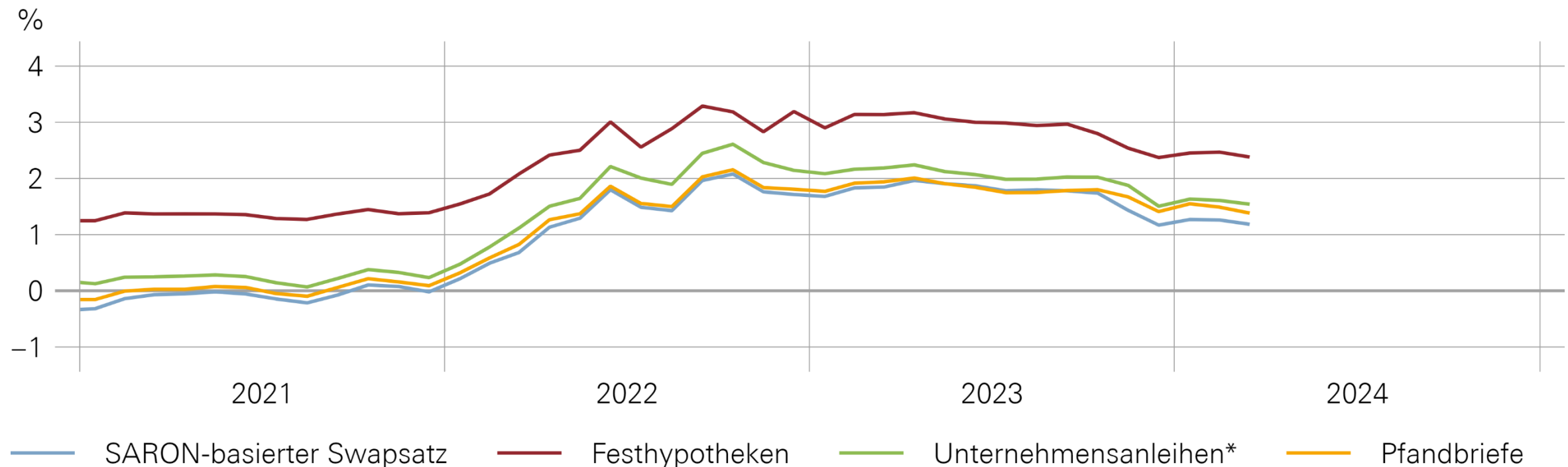
SARON-BASIERTE SWAPKURVEN



Quellen: Bloomberg, SNB

Der geldpolitische Kurs der SNB überträgt sich auf verschiedene Marktsegmente

ZEHNJÄHRIGE ZINSSÄTZE IN VERSCHIEDENEN MARKTSEGMENTEN

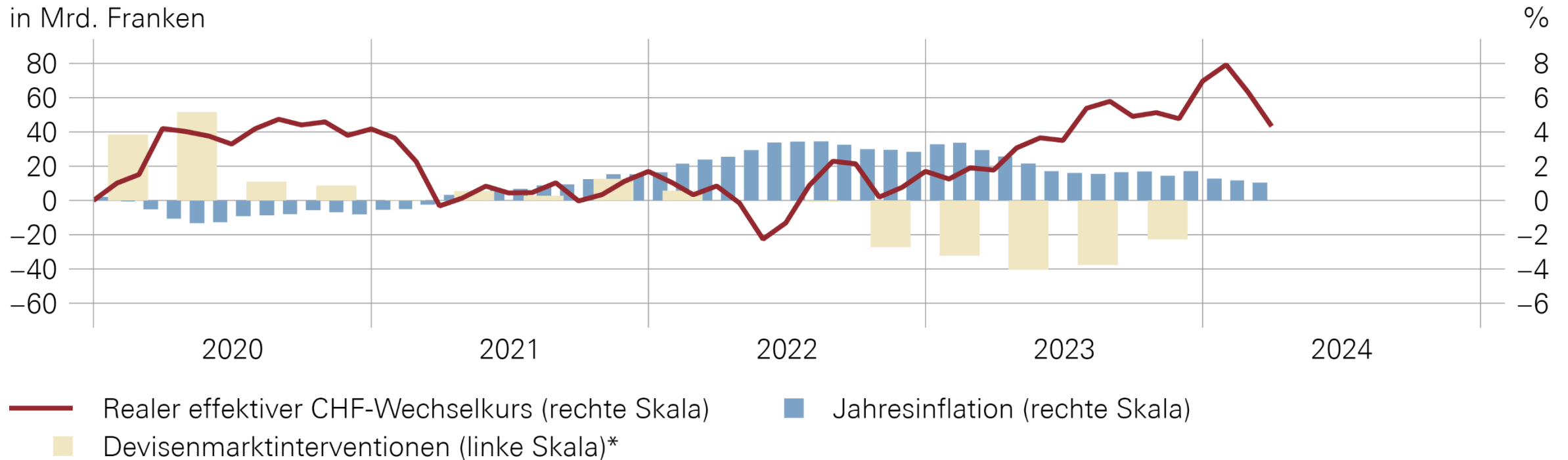


* Beinhaltet Anleihen von Industrieunternehmen (inkl. Kraftwerken) und Handel.

Quellen: Bloomberg, SNB

Die SNB verkaufte Devisen, um die Aufwertung des Frankens zu unterstützen und so die importierte Inflation zu dämpfen

EFFEKTIVER CHF-WECHSELKURS, INFLATION UND DEISENMARKTINTERVENTIONEN DER SNB



*Daten zu Devisenmarktinterventionen bis 4. Quartal 2023 erfasst.

Quellen: BFS, IWF, SNB

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

