

# Geldpolitische Strategie

## Verfassungs- und Gesetzesauftrag

Die Bundesverfassung beauftragt die Nationalbank als unabhängige Institution, im Gesamtinteresse des Landes die Geld- und Währungspolitik zu führen (Art. 99 BV). Der Auftrag wird im Nationalbankgesetz (Art. 5 Abs. 1) präzisiert. Dieses betraut die Nationalbank mit der Aufgabe, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen.

Die Nationalbank muss somit allfällige Zielkonflikte zwischen Preisstabilität und Konjunkturerwicklung im Gesamtinteresse des Landes bestmöglich lösen, wobei die Preisstabilität Vorrang hat. Die Verpflichtung auf das Gesamtinteresse bedeutet auch, dass die Nationalbank ihre Politik auf die Bedürfnisse der schweizerischen Volkswirtschaft als Ganzes ausrichtet und nicht einzelne Regionen oder Branchen begünstigt.

## Bedeutung der Preisstabilität

Preisstabilität ist eine wesentliche Voraussetzung für Wachstum und Wohlstand. Inflation und Deflation beeinträchtigen dagegen die Entwicklung der Wirtschaft. Sie erschweren die Entscheide von Konsumenten und Produzenten, verursachen Fehler beim Einsatz von Arbeit und Kapital, führen zu Umverteilungen von Einkommen und Vermögen und benachteiligen die Schwächeren.

Mit ihrem Streben nach Preisstabilität schafft die Nationalbank Rahmenbedingungen, die es der Wirtschaft ermöglichen, ihr Produktionspotenzial voll auszuschöpfen. Die Geldpolitik zielt dabei auf mittel- und langfristige Preisstabilität ab. Vorübergehende Preisschwankungen hingegen kann sie nicht ausgleichen.

## Angemessene monetäre Bedingungen

Um Preisstabilität zu gewährleisten, muss die Nationalbank für angemessene monetäre Bedingungen sorgen. Sind die Zinsen während einer langen Zeit zu tief, führt dies zu einer übermässigen Versorgung der Wirtschaft mit Geld und Krediten und damit zu einer überhöhten Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Auch besteht die Gefahr, dass es an den Märkten für Vermögenswerte zu Übertreibungen kommt. Zwar kurbelt dies die Produktion zunächst an; auf die Dauer entstehen aber Engpässe. Die Produktionskapazitäten werden dann zu stark beansprucht und das Preisniveau steigt. Umgekehrt führt ein zu hohes Zinsniveau während einer langen Zeit zu einer Verknappung der Geld- und Kreditversorgung und damit einer zu geringen Gesamtnachfrage. Dies wirkt sich dämpfend auf die Preise von Gütern und Dienstleistungen aus.

## Berücksichtigung der Konjunkturerwicklung

Die Wirtschaft ist zahlreichen Schocks aus dem In- und Ausland ausgesetzt. Die daraus entstehenden konjunkturellen Schwankungen erzeugen einen mehr oder weniger starken Preisdruck. Solche Entwicklungen lassen sich nicht vermeiden. Obwohl die Geldpolitik mittel- und langfristig ausgerichtet ist, kann sie dennoch dazu beitragen, derartige Schwankungen abzuschwächen.

Die Nationalbank wird mit vielen verschiedenen Situationen konfrontiert. Am häufigsten kommt es zu Inflations- oder Deflationsschüben, wenn sich die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen nicht im Gleichschritt mit den Produktionskapazitäten der Wirtschaft entwickelt. Eine solche Situation kann z. B. bei unvorhergesehenen Schwankungen des Konjunkturverlaufs im Ausland, starken Wechselkursbewegungen, zerrütteten Staatsfinanzen oder unangemessener Geldversorgung in der Vergangenheit entstehen. Die preistreibenden Effekte nehmen zu, wenn die Wirtschaft überhitzt ist, und lassen nach, wenn die Produktionskapazitäten nicht voll ausgelastet sind. Die Nationalbank muss dann schrittweise die Preisstabilität wiederherstellen. Sie wird im ersten Fall ihre Geldpolitik tendenziell straffen, im zweiten Fall lockern. Eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik hat folglich einen glättenden Einfluss auf die Gesamtnachfrage und verstetigt so die Konjunkturerwicklung.

Die Situation ist komplexer, wenn Preiserhöhungen durch Schocks ausgelöst werden, welche die Kosten der Unternehmen steigen lassen und diese zu einer Verringerung ihrer Produktion veranlassen. Die anhaltende Verteuerung des Erdöls ist ein Beispiel dafür. In einem solchen Fall muss die Geldpolitik einerseits dafür sorgen, dass die höheren Produktionskosten nicht in eine Inflationsspirale münden, und andererseits verhindern, dass die von den Schocks betroffenen Unternehmen zu stark belastet werden. Eine übereilte Wiederherstellung der Preisstabilität würde die Gefahr starker negativer Auswirkungen auf Konjunktur und Beschäftigung in sich bergen.

## **Zahlreiche Unsicherheiten**

Auch wenn die Nationalbank bei ihren geldpolitischen Entscheiden die konjunkturelle Entwicklung berücksichtigt, darf von ihr nicht erwartet werden, dass sie den Wirtschaftsverlauf genau steuern kann. Es bestehen zu viele Unsicherheiten sowohl hinsichtlich des Auslösers und der Dauer der Störungen, welche die Wirtschaft treffen, als auch im Hinblick auf die Übertragungsmechanismen, die Verzögerungen und das Ausmass, mit denen die geldpolitischen Massnahmen auf Konjunktur und Preise wirken.

## **Geldpolitisches Konzept**

Das geldpolitische Konzept der Nationalbank, das seit dem Jahr 2000 in Kraft ist, beruht auf drei Elementen: einer Definition der Preisstabilität, einer mittelfristigen Inflationsprognose und – auf operativer Ebene – einem Zielband für einen Referenzzinssatz, dem Libor (London Interbank Offered Rate) für dreimonatige Anlagen in Franken.

## **Definition der Preisstabilität**

Die Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr gleich. So trägt sie der Tatsache Rechnung, dass nicht jeder Preisanstieg zwangsläufig inflationär ist und die Teuerung nicht präzise gemessen werden kann. Messprobleme ergeben sich etwa bei qualitativen Verbesserungen von Gütern und Dienstleistungen. Solche Veränderungen sind bei der Berechnung des LIK nur unvollständig berücksichtigt; sie tragen dazu bei, dass die gemessene Teuerung die effektive Teuerung tendenziell leicht überzeichnet.

## **Zweck der Inflationsprognose**

Die Inflationsprognose erfüllt im geldpolitischen Konzept einen doppelten Zweck. Einerseits dient sie als Hauptindikator für den Zinsentscheid, andererseits ist sie ein wichtiges Element in der Kommunikation der Nationalbank.

## **Vierteljährliche Veröffentlichung der Inflationsprognose**

Die Nationalbank prüft regelmässig, ob ihre Geldpolitik im Hinblick auf die Gewährleistung der Preisstabilität angemessen ist. Dazu veröffentlicht sie vierteljährlich eine Inflationsprognose für die kommenden drei Jahre, was ungefähr dem Zeitbedarf für die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Wirtschaft entspricht. Ein so langer Prognosezeitraum ist mit grossen Unsicherheiten behaftet. Mit der Publikation einer langfristigen Prognose unterstreicht die Nationalbank indessen die Notwendigkeit, eine vorausschauende Haltung einzunehmen und frühzeitig auf Inflations- und Deflationsgefahren zu reagieren.

Die von der Nationalbank veröffentlichte Inflationsprognose beruht auf einem Szenario der zukünftigen internationalen Konjunktorentwicklung. Sie wird unter der Annahme erstellt, dass der zum Zeitpunkt der Prognoseveröffentlichung publizierte Referenzzinssatz über die nächsten drei Jahre unverändert bleibt. Die von der Nationalbank bekannt gegebene Prognose zeigt damit auf, wie sich die Preise bei einem bestimmten Szenario der Weltkonjunktur und einer unveränderten schweizerischen Geldpolitik entwickeln würden. Sie lässt sich daher nicht direkt mit Prognosen vergleichen, welche die erwarteten geldpolitischen Entscheide einbeziehen.

## **Indikatoren zur Erstellung der Inflationsprognose**

Mittel- und langfristig hängt die Preisentwicklung im Wesentlichen von der Geldversorgung ab. Die Geldaggregate und Kredite nehmen deshalb in verschiedenen quantitativen Modellen zur Erstellung der Inflationsprognose eine wichtige Rolle ein. Für den Verlauf der Inflation in der kurzen Frist sind in der Regel Indikatoren mit einem Bezug zur Konjunkturentwicklung sowie die Wechselkurse und die Rohstoffpreise (Erdöl) von grösserer Bedeutung.

Die Nationalbank kommentiert regelmässig den Verlauf der wichtigsten Indikatoren, die ihre Inflationsprognose bestimmen. Sie erläutert die verwendeten Modelle in verschiedenen Publikationen.

## **Kommunikation mittels Inflationsprognose**

Da die von der Nationalbank publizierte Inflationsprognose den letzten geldpolitischen Entscheid des Direktoriums berücksichtigt, kann die wahrscheinliche Entwicklung der zukünftigen Geldpolitik aus der Form der

Inflationskurve abgeleitet werden. Die Inflationsprognose stellt damit auch ein wichtiges Kommunikationsmittel dar.

## **Überprüfung der Geldpolitik unter Berücksichtigung der Inflationsprognose**

Wenn die prognostizierte Inflation ausserhalb des Bereichs der Preisstabilität zu liegen kommt, kann eine Anpassung der Geldpolitik nötig sein. Droht die Inflation dauerhaft über 2% zu steigen, wird die Nationalbank demnach eine Straffung ihrer Geldpolitik ins Auge fassen. Umgekehrt wird sie eine Lockerung vorsehen, wenn sich eine Deflation abzeichnet.

Die Nationalbank reagiert nicht mechanisch auf die Inflationsprognose. Sie berücksichtigt bei ihren geldpolitischen Entscheiden auch die allgemeine Wirtschaftslage. Steigt die Inflation infolge von aussergewöhnlichen Faktoren, etwa einem plötzlichen massiven Anstieg der Erdölpreise oder starken Wechselkursschwankungen, vorübergehend über 2%, muss nicht unbedingt eine Korrektur der Geldpolitik erfolgen. Das Gleiche gilt bei kurzzeitigem Deflationsdruck.

## **Zielband für den Dreimonats-Libor**

Zur Umsetzung ihrer Geldpolitik legt die Nationalbank ein Zielband für den Libor für dreimonatige Anlagen in Franken fest. Der Libor ist ein Referenzzinssatz des Interbankenmarkts für ungesicherte Kredite. Er entspricht dem getrimmten Mittelwert der aktuellen Zinskonditionen von zwölf führenden Banken. Der Libor wird täglich von der British Bankers' Association veröffentlicht. Die Nationalbank gibt das Zielband, das gewöhnlich eine Breite von einem Prozentpunkt aufweist, regelmässig bekannt und hält den Libor in der Regel in der Mitte des Zielbands.

Die Nationalbank überprüft ihre Geldpolitik jeweils anlässlich der vierteljährlichen Beurteilung der wirtschaftlichen und monetären Lage. Falls die Umstände es erfordern, passt sie das Zielband für den Dreimonats-Libor auch an, ohne die nächste vierteljährliche Lagebeurteilung abzuwarten. Die Nationalbank kommentiert ihre Entscheide jeweils in einer Medienmitteilung.

## **Geldpolitische Instrumente**

Das Hauptinstrument der Nationalbank für die Geldversorgung und die Steuerung des Libors ist das Repo-Geschäft (Repo = repurchase agreement). Um die Liquidität zu erhöhen und den Libor zu senken, kauft die Nationalbank von einer Geschäftsbank Wertschriften und schreibt den Gegenwert auf deren Girokonto gut. Gleichzeitig verpflichtet sich die Geschäftsbank, diese Wertschriften zu einem späteren Zeitpunkt zurückzukaufen. Für die Dauer des Geschäfts erhält die Geschäftsbank einen gedeckten Frankenkredit, für den sie einen Zins bezahlt (Repo-Zins).

Neben dem Repo-Geschäft verfügt die Nationalbank über weitere geldpolitische Instrumente, um den Libor zu steuern, den Geldmarkt mit Liquidität zu versorgen und die Risikoprämien am Geld- und Kapitalmarkt zu beeinflussen. Dazu gehören Devisenswaps, Käufe von Devisen und der Erwerb von Frankenobligationen privater inländischer Schuldner. Diese Instrumente kommen vor allem in aussergewöhnlichen Situationen zum Einsatz. Eine solche Situation ist beispielsweise gegeben, wenn sich die kurzfristigen Zinsen nahe bei null befinden und die Geldpolitik weiter stark gelockert werden soll.

Die Nationalbank emittiert regelmässig eigene verzinsliche Schuldverschreibungen. Dies ermöglicht ihr, Liquidität wenn nötig in grossem Umfang abzuschöpfen, und erhöht damit ihre Flexibilität bei der Liquiditätssteuerung.