



# 1 Konzept

Preisstabilität ist eine wichtige Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren der Wirtschaft und fördert den Wohlstand. Die Geldpolitik der Nationalbank zielt darauf ab, die Preisstabilität mittelfristig aufrecht zu erhalten. Sie schafft damit günstige Rahmenbedingungen, die es der Wirtschaft ermöglichen, ihr Produktionspotenzial auszuschöpfen. Um die Preisstabilität zu sichern, muss die Nationalbank für angemessene monetäre Bedingungen sorgen. Ein zu tiefes Zinsniveau führt zu einer übermässigen Geldversorgung der Wirtschaft und zieht eine zu hohe Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen nach sich. Dies verleiht der Produktion zwar zunächst Auftrieb. Mit der Zeit treten aber Produktionsengpässe auf und die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten werden überlastet. Es steigen nur noch die Preise und die Produktionsverhältnisse verschlechtern sich wieder. Umgekehrt hat ein zu hohes Zinsniveau eine Verknappung der Geldversorgung und damit eine zu geringe Nachfrage zur Folge. Die Preise der Güter und Dienstleistungen geraten unter Druck, was die Entwicklung der Wirtschaft hemmt.

**Bedeutung der Preisstabilität**

Die Nationalbank braucht Indikatoren, die darüber Auskunft geben, ob ihr geldpolitischer Kurs im Hinblick auf das Ziel der Preisstabilität angemessen ist. Bis Ende der Neunzigerjahre stand die Entwicklung der Geldaggregate im Vordergrund. Heute stützt sich die Nationalbank auf eine breite Palette realer und monetärer Indikatoren ab. Das geldpolitische Konzept, das seit Anfang 2000 in Kraft ist, besteht aus drei Elementen. Erstens hält die Nationalbank fest, was sie unter Preisstabilität versteht. Zweitens stützt sie ihre geldpolitischen Entscheidungen auf eine mittelfristige Inflationsprognose ab. Drittens setzt sie für einen von ihr gewählten Referenzzinssatz, den Dreimonate-Libor (London interbank offered rate), ein operationelles Zielband fest. Die Nationalbank verzichtet auf die Bekanntgabe eines Wachstumsziels für ein Geldaggregat. Die Geldmengen spielen jedoch weiterhin eine bedeutende Rolle als geldpolitische Indikatoren, da sie wichtige Informationen über den längerfristigen Verlauf der Teuerung liefern.

**Geldpolitisches Konzept**

Die Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr gleich. Damit trägt sie auch der Tatsache Rechnung, dass die Teuerung nicht genau gemessen werden kann. Messprobleme ergeben sich etwa bei qualitativen Änderungen von Gütern und Dienstleistungen. Tendenziell wird durch solche Änderungen die effektive Inflation leicht überzeichnet.

**Definition der Preisstabilität**

Die Nationalbank gibt jeweils in der Jahresmitte und am Jahresende eine Prognose für die Entwicklung der Inflation in den folgenden drei Jahren bekannt. Der Zeitraum von drei Jahren entspricht dem Zeitbedarf für die Übertragung geldpolitischer Impulse. Prognosen über diesen Horizont sind allerdings mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Mit der Publikation einer mittelfristigen Prognose unterstreicht die Nationalbank die Notwendigkeit, eine vorausschauende Haltung einzunehmen und frühzeitig auf Inflations- und Deflationsgefahren zu reagieren. Die Inflationsprognose wird normalerweise unter der Annahme erstellt, der Referenzzinssatz bleibe während des Prognosezeitraumes konstant.

**Regelmässige  
Veröffentlichung einer  
Inflationsprognose**

**In die Inflationsprognose einflussende Indikatoren**

Längerfristig hängt die Preisentwicklung entscheidend vom Verlauf der Geldaggregate ab. Insbesondere die Geldmenge  $M_3$  vermittelt daher nützliche Informationen. In der kürzeren Frist sind andere Indikatoren wesentlich; im Vordergrund stehen Hinweise auf die Entwicklung der Konjunktur und der Wechselkurse. Die Nationalbank kommentiert regelmässig den Verlauf der wichtigen geldpolitischen Indikatoren, die in ihre Inflationsprognose einfließen.

**Überprüfung der Geldpolitik aufgrund der Inflationsprognose**

Weicht die prognostizierte Inflation von der Preisstabilität ab, drängt sich eine Überprüfung der Geldpolitik auf. Droht die Teuerung mittelfristig über 2% zu steigen, wird die Nationalbank ihre Geldpolitik tendenziell straffen. Umgekehrt sieht sie eine Lockerung vor, wenn die Gefahr einer Deflation besteht.

**In der Regel kein Ausgleich kurzfristiger Preisbewegungen**

Die Nationalbank muss damit rechnen, dass kurzfristig unerwartete Preisbewegungen auftreten, etwa als Folge von Ausschlägen der Erdöl- und anderer Importpreise oder der Wechselkurse. Sie reagiert darauf jedoch nur, falls die Gefahr einer anhaltenden inflationären oder deflationären Entwicklung besteht. Die Glättung kurzfristiger Bewegungen des Preisniveaus wäre mit der Gefahr verstärkter konjunktureller Schwankungen verbunden, die für die Volkswirtschaft eine erhebliche Belastung bedeuten würden.

**Berücksichtigung der Konjunkturlage**

Die Wirtschaft eines Landes ist vielen Einflüssen aus dem In- und Ausland ausgesetzt, die zu Schwankungen im Konjunkturverlauf führen. Solche Schwankungen lassen sich nicht vermeiden. Die auf mittelfristige Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik der Nationalbank trägt aber dazu bei, sie in Grenzen zu halten. Während einer Phase der Unterauslastung der Produktionskapazitäten lässt der Preisauftrieb nach, in einer Phase wirtschaftlicher Überhitzung verstärkt er sich. Die Nationalbank wird daher im ersten Fall ihre Geldpolitik tendenziell lockern, im zweiten Fall straffen. Dadurch berücksichtigt sie die Konjunkturlage und fördert eine ausgeglichene Entwicklung der Wirtschaft.

**Steuerungskonzept für den Geldmarkt – Zielband für den Dreimonate-Libor**

Die Nationalbank setzt ihre geldpolitischen Absichten um, indem sie das Zinsniveau auf dem Geldmarkt beeinflusst. Sie legt für den Dreimonate-Libor, den wirtschaftlich bedeutendsten Geldmarktsatz für Frankenanlagen, jeweils ein Zielband mit einer Breite von einem Prozentpunkt fest und publiziert dieses regelmässig. Die Nationalbank überprüft ihre Geldpolitik anlässlich der vierteljährlichen Lagebeurteilung. Falls es die Umstände erfordern, passt sie das Zielband für den Dreimonate-Libor auch ausserhalb dieser Termine an. Sie begründet allfällige Änderungen.

2000

2001

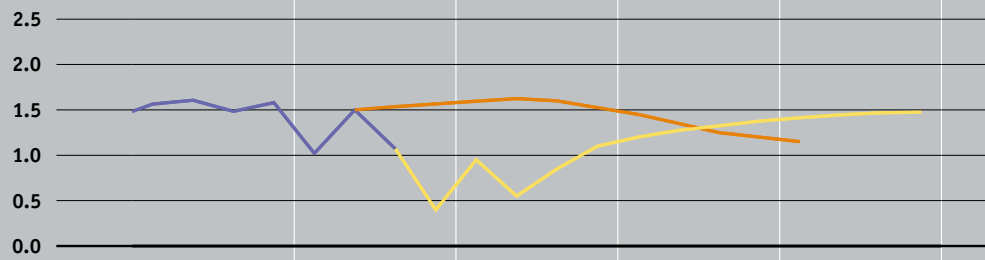
2002

2003

2004

### Inflationsprognose

— Inflation  
— Prognose Juni 2001  
(Libor 3,25%)  
— Prognose Dezember 2001  
(Libor 1,75%)  
Veränderung des  
Landesindex der  
Konsumentenpreise  
gegenüber Vorjahr  
in Prozent.



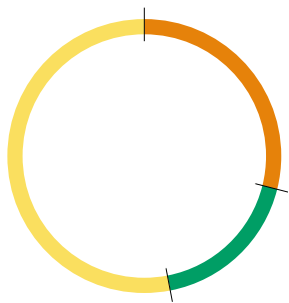
Die Nationalbank beeinflusst den Dreimonate-Libor hauptsächlich über kurzfristige Repo-Geschäfte. Sie kann einen unerwünschten Anstieg des Dreimonate-Libors verhindern, indem sie den Banken mittels Repo-Geschäften vermehrt Liquidität zuführt und ihre Repo-Sätze tendenziell reduziert (Liquiditätsschaffung). Umgekehrt bewirkt sie durch eine Verknappung der Liquiditätsversorgung bzw. eine Erhöhung der Repo-Sätze einen Zinsanstieg (Liquiditätsabschöpfung). Die Liquidität der Geschäftsbanken in Schweizer Franken besteht zu einem wesentlichen Teil aus Giroguthaben bei der Nationalbank. Die Nachfrage der Geschäftsbanken nach Giroguthaben ergibt sich vor allem aufgrund der gesetzlichen Liquiditätsvorschriften; der Interbank-Zahlungsverkehr ist dagegen seit der Einführung der Intraday-Liquidität namentlich für die grossen Banken kaum mehr bedeutsam für die Nachfrage nach Giroguthaben. Die Laufzeit der Repos liegt im Normalfall zwischen einem Tag und wenigen Wochen. Kurzfristige Schwankungen der Repo-Sätze weisen nicht auf eine Änderung des geldpolitischen Kurses hin. Sie widerspiegeln vielmehr die Reaktion der Nationalbank auf Unebenheiten bei der Liquiditätsverteilung im Bankensystem und auf andere kurzfristig wirkende Einflüsse.

**Repo-Sätze und Dreimonate-Libor**

Die Repo-Sätze lassen sich nicht direkt mit dem Libor vergleichen. In der Regel ist der Dreimonate-Libor aus zwei Gründen höher. Zum einen sind die Laufzeiten der Repo-Geschäfte meist kürzer als drei Monate und enthalten damit eine geringere Fristigkeitsprämie als der Dreimonate-Libor. Zum anderen bezieht sich der Libor auf einen Blankokredit, während der Repo-Satz der Preis für ein mit Wertchriften gesichertes Darlehen ist. Der Libor enthält damit zusätzlich eine Kreditrisikoprämie.

**Geldpolitische Instrumente**

Das wichtigste geldpolitische Instrument der Nationalbank ist das Repo-Geschäft. Dabei verkauft der Geldnehmer eigene oder geliehene Wertpapiere an den Geldgeber. Gleichzeitig wird vereinbart, dass der Geldnehmer Papiere gleicher Art und Menge zu einem späteren Zeitpunkt vom Geldgeber zurückkauft. Aus ökonomischer Sicht handelt es sich beim Repo um ein gesichertes Darlehen. Dafür entrichtet der Geldnehmer dem Geldgeber einen Zins. Neben Repo-Geschäften stehen der Nationalbank zur Steuerung des Geldmarktes auch Devisenswaps zur Verfügung. Zudem hat die Nationalbank die Möglichkeit, Festgelder, die der Bund bei ihr anlegt, bei den Banken in eigenem Namen, jedoch auf Risiko des Bundes, zu platzieren. Damit kann sie Liquiditätsverschiebungen zwischen dem Bankensystem und dem Bund ausgleichen. Die beiden letzten Instrumente spielen im aktuellen Steuerungskonzept keine Rolle und kommen nur noch in Ausnahmesituationen zum Einsatz.



**Hinterlagen aus Repo-Geschäft in Prozent**

- Franken-Anleihen inländischer Schuldner 29
  - Franken-Anleihen ausländischer Schuldner 18
  - Euro Anleihen 53
- Total: 26,2 Mrd. Franken.  
Ende 2001

## Instrumente der Geldmarktsteuerung in Mrd. Franken

	2000		2001	
	Bestand	Umsatz	Bestand	Umsatz
	Durchschnitt		Durchschnitt	
<b>Repo-Geschäfte (Liquiditätsschaffung)</b>	18,9	768,7	17,1	923,5
weniger als 1 Woche	0,9	227,0	1,1	250,4
1 Woche	4,1	211,2	9,3	482,0
2 Wochen	9,9	259,3	5,2	139,2
3 Wochen	3,6	62,2	0,9	16,0
übrige	0,4	8,9	0,7	36,0
<b>Repo-Geschäfte (Liquiditätsabschöpfung)</b>	0,2	40,0	0,0	12,4
weniger als 1 Woche	0,2	40,0	0,0	12,4
<b>Bundesanlagen</b>	11,4	112,8	4,9	72,8

Die Nationalbank stellt den Geschäftsbanken während des Tages zinslos Liquidität über Repo-Geschäfte zur Verfügung, um die Abwicklung des Zahlungsverkehrs zu erleichtern. Die ausschliesslich während des Tages bereitgestellte Liquidität (Intraday-Liquidität) kann nicht zur Erfüllung der gesetzlichen Liquiditätsvorschriften verwendet werden. Diese werden anhand der Werte überprüft, die am Ende des Arbeitstages, also nach der Rückzahlung der Intraday-Liquidität, erreicht werden. Falls eine Bank ihre Intraday-Liquidität nicht am gleichen Arbeitstag zurückzahlt, muss sie darauf einen Zins vergüten, der deutlich über dem Zinssatz für Lombardkredite liegt.

Falls eine Bank dringende Liquiditätsbedürfnisse nicht am Geldmarkt abdecken kann, hat sie die Möglichkeit, auf den Lombardkredit der Nationalbank zurückzugreifen. Sie kann diesen jedoch nur bis zur Höhe ihrer mit Wertpapierhinterlagen gesicherten Kreditlimite und nur zum offiziellen Lombardsatz beanspruchen. Die Nationalbank setzt den Lombardsatz ständig zwei Prozentpunkte über dem Tagesgeldsatz fest, um die Banken davon abzuhalten, den Lombardkredit als dauerhafte Refinanzierungsquelle zu benutzen.

**Intraday-Liquidität  
zur Erleichterung des  
Zahlungsverkehrs**

**Lombardkredit als  
kurzfristige Refinanzierungs-  
quelle in Ausnahmefällen**

## 2 Durchführung

### Ausgangslage

Die im Dezember 2000 von der Nationalbank publizierte Inflationsprognose deutete darauf hin, dass die Teuerung bei einem unveränderten Zinssatz von 3,5% im Laufe des Jahres 2001 leicht anziehen und dabei vorübergehend etwas über 2% liegen werde. Die Prognose ergab sich aufgrund des kräftigen Wirtschaftswachstums im Jahre 2000 und des massiven Anstiegs der Erdölpreise. Gleichzeitig wies die Nationalbank darauf hin, dass die sukzessive Straffung der schweizerischen Geldpolitik vom Herbst 1999 bis zum Sommer 2000 sowie die erwartete Konjunkturabkühlung in den USA und Europa dazu beitragen würden, eine inflationäre Überhitzung der schweizerischen Volkswirtschaft zu vermeiden. Für die Jahre 2001 und 2002 prognostizierte die Nationalbank eine Abschwächung des realen Wirtschaftswachstums auf 2,2% bzw. 1,6%.

### Nachlassender Teuerungsdruck – Senkung des Zinszielbandes im März

Im Laufe des ersten Quartals 2001 zeigte sich indessen, dass der Preisdruck nachzulassen begann. Dazu trug neben der konjunkturellen Verlangsamung im In- und Ausland auch der unerwartet rasche Rückgang der Erdölpreise bei. Die Nationalbank reagierte auf diese Entwicklung am 22. März mit einer Senkung des Zinszielbandes für den Dreimonats-Libor um einen Viertel Prozentpunkt auf 2,75%–3,75%. Dies war die erste Anpassung des Zielbandes seit Mitte 2000.

### Keine Veränderung des Zinszielbandes bei der Lagebeurteilung im Juni

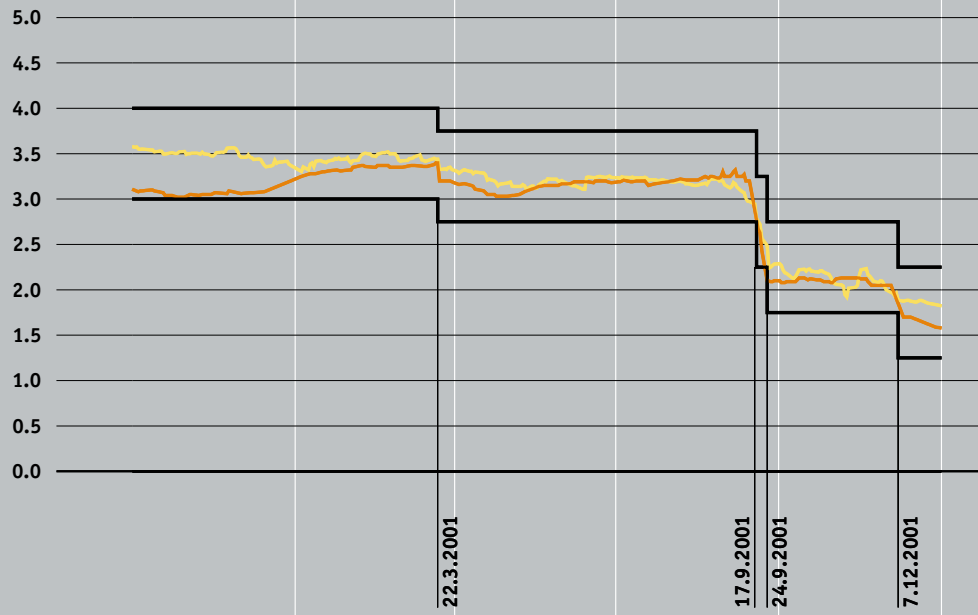
In den folgenden Monaten verlor die Konjunktur zwar an Schwung, doch war der Rückgang moderat und die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten blieben weiterhin stark ausgelastet. Die Nationalbank ging, wie die meisten Beobachter, davon aus, dass die amerikanische Konjunktur gegen Ende Jahr wieder leicht anziehen würde. Die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung, die im ersten Quartal aufgrund von Sonderfaktoren deutlich gefallen war, stieg in den folgenden beiden Monaten wieder an und bewegte sich mit 1,5% ungefähr auf dem gleichen Niveau wie im Durchschnitt des Jahres 2000. Die am Mediengespräch vom 14. Juni präsentierte neue Inflationsprognose zeigte, dass die Nationalbank bei einem kurzfristigen Zinssatz von 3,25% mit einer Stabilisierung der Inflation in der Nähe von 1,5% im Jahre 2003 rechnete. Daher beschloss die Nationalbank bei der Lagebeurteilung im Juni, das Zinszielband unverändert zu belassen.

### Zinssenkungen nach den Terroranschlägen in den USA

In der zweiten Jahreshälfte wurde immer deutlicher, dass sich die amerikanische Konjunktur nicht so rasch erholen würde, wie zunächst erwartet worden war. Ausserdem schwächte sich die europäische und vor allem die deutsche Konjunktur stärker ab als angenommen. Damit verschlechterten sich auch die Wachstumsaussichten für die Schweiz. Gleichzeitig ging die aktuelle Teuerung zurück. Damit war bereits vor den Terroranschlägen vom 11. September der Boden für eine weitere Senkung der Geldmarktsätze vorbereitet. Als die amerikanische Zentralbank und die EZB am 17. September ihre Zinssätze um einen halben Prozentpunkt senkten, zog die Nationalbank die auf den 20. September angesetzte geldpolitische Lagebeurteilung vor und senkte das Zielband um ebenfalls einen halben Prozentpunkt auf 2,25%–3,25%. Da die anderen Zentralbanken ihre Leitzinsen im gleichen Ausmass zurücknahmen, veränderte sich die Zinsdifferenz zum Ausland nicht. In den folgenden Tagen geriet der Franken vor allem gegenüber dem Euro unter starken Aufwertungsdruck. Am 21. September

### Geldmarktsätze

— Dreimonate-Libor  
— Repo-Satz 1 Woche  
 Zielband  
 Tageswerte.



signalisierte die Nationalbank den Märkten, dass ihr die Entwicklung auf den Devisenmärkten grosse Sorge bereite, und am 24. September reduzierte sie das Zinszielband um nochmals einen halben Prozentpunkt auf 1,75%–2,75%. Die Nationalbank reagierte damit auf die Aufwertung des Frankens, welche die monetären Bedingungen in einer Weise zu verschärfen drohte, die vor dem Hintergrund des nachlassenden Wirtschaftswachstums unerwünscht war.

**Weitere Senkung des Zinszielbandes im Dezember**

An der geldpolitischen Lagebeurteilung im Dezember beschloss die Nationalbank, das Zielband für den Dreimonate-Libor nochmals um einen halben Prozentpunkt auf 1,25%–2,25% zurückzunehmen. Sie reagierte damit auf die weitere Verschlechterung der Konjunkturaussichten und die damit verbundene Abnahme des Inflationsdrucks. Die am Mediengespräch vom 7. Dezember veröffentlichte Inflationsprognose, die auf einem Dreimonate-Libor von 1,75% basiert, rechnet mit einer Inflationsrate von durchschnittlich 0,9% für 2002, 1,3% für 2003 und 1,5% für 2004. Gleichzeitig legte die Nationalbank der Prognose einen Anstieg des realen Bruttoinlandproduktes von 1,5% im Jahre 2001 und von rund 1% im Jahre 2002 zu Grunde.

**Kurzfristiger Anstieg der Repo-Sätze innerhalb des Zinszielbandes**

Mit diesen vier Zinsschritten nahm die Nationalbank das Zielband für den Dreimonate-Libor im Jahre 2001 um insgesamt 1,75 Prozentpunkte zurück. Bei jeder Änderung – ausser beim Zinsschritt vom 24. September – teilte sie den Märkten überdies mit, dass der Dreimonate-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes gehalten würde. Da die Märkte seit Jahresbeginn jedoch immer mit tendenziell sinkenden Zinssätzen rechneten, hatte dies zur Folge, dass die Nationalbank die kurzfristigen Repo-Zinssätze zeitweise ansteigen lassen musste. Dies war insbesondere im März, September und November der Fall, als immer stärker mit einer möglicherweise sogar vorgezogenen Satzanpassung gerechnet wurde. In diesen Fällen war die Nationalbank allerdings auch bereit, die durch das Zielband gebotene Flexibilität auszunutzen und den Dreimonate-Libor vorübergehend deutlich unter die Mitte des jeweils gültigen Zielbandes fallen zu lassen.

**Keine Anzeichen eines längerfristigen Preisanstiegs**

Die im Laufe des Jahres 2001 vorgenommene substanzielle Senkung der kurzfristigen Zinssätze wurde dadurch erleichtert, dass die Entwicklung der Geldaggregate keine Gefährdung der längerfristigen Preisstabilität anzeigte. Die Geldmenge  $M_3$ , die sich zwischen 1997 und Mitte 1999 insgesamt nur wenig verändert hatte, stieg im Laufe des Jahres 2001 zwar kontinuierlich an, doch blieb das Wachstum moderat. Im vierten Quartal lag  $M_3$  um durchschnittlich 4,8% über dem Stand des Vorjahres.

**Anstieg der Notenbankgeldmenge aufgrund steigender Notennachfrage**

Deutlich stärker erhöhte sich die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, welche die Liquidität misst, die der Wirtschaft von der Nationalbank direkt zur Verfügung gestellt wird. Dieser Anstieg ist hauptsächlich auf einen kräftigen Zuwachs des Notenumlaufs zurückzuführen, der durch Sonderfaktoren wie die bevorstehende Einführung des Euro-Bargeldes beeinflusst wurde. Die zweite Komponente der Notenbankgeldmenge, die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank, nahm bei grossen Schwankungen ebenfalls zu. Zu diesen Schwankungen dürfte vor allem das Zusammenspiel zwischen den Zinserwartungen der Märkte und dem Bestreben der Nationalbank, den Dreimonate-Libor nahe der Mitte des Zinszielbandes zu halten, beigetragen haben.

### Geldaggregate

— Notenbankgeldmenge  
—  $M_1$   
—  $M_2$   
—  $M_3$   
 Veränderung gegenüber  
 Vorjahr in Prozent.



### Geld- und Kapitalmarktsätze

— Dreimonate-Libor  
— Rendite eidgenössischer  
 Obligationen  
- - - Differenz  
 in Prozentpunkten

