



# 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 aufrechtzuerhalten, d.h. Inflation und Deflation zu verhindern. 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 Geld- und Kreditversorgung 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, was zu steigenden Preisen führt. Dadurch verschlechtern sich die Produktionsverhältnisse. Umgekehrt hat ein zu hohes Zinsniveau eine Verknappung der Geld- und Kreditversorgung und damit eine zu geringe Nachfrage zur Folge. Die Preise der Güter und Dienstleistungen geraten unter Druck, was die Entwicklung der Wirtschaft hemmt.

Die Wirtschaft eines Landes ist vielen Einflüssen aus dem In- und Ausland ausgesetzt, die zu Schwankungen im Konjunkturverlauf führen. Sie lassen sich nicht vermeiden. Die auf mittelfristige Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik der Nationalbank trägt aber dazu bei, sie in Grenzen zu halten. Sind die Produktionskapazitäten nicht genügend ausgelastet, 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 wird sie sie straffen. Auf diese Weise trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung und fördert eine ausgeglichene Entwicklung der Wirtschaft.

Die Nationalbank braucht Indikatoren, die darüber Auskunft geben, ob ihr geldpolitischer Kurs im Hinblick auf das Ziel der Preisstabilität angemessen ist. Sie stützt sich auf eine breite Palette realer und monetärer Indikatoren ab. Das geldpolitische Konzept, das seit Anfang 2000 in Kraft ist, besteht aus drei Elementen: der Definition der Preisstabilität, einer mittelfristigen Inflationsprognose und einem operationellen Zielband für den von der Nationalbank gewählten Referenzzinssatz, den Dreimonats-Libor (London interbank offered rate) für Schweizer Franken.

Die Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von unter 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.

Die Nationalbank veröffentlicht quartalsweise eine Prognose über die Entwicklung der Inflation in den nachfolgenden drei Jahren. Der Zeitraum von drei Jahren entspricht etwa dem Zeitbedarf für die Übertragung geldpolitischer Impulse. Prognosen über einen so langen Horizont hinweg 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 Deflations-

**Bedeutung der Preisstabilität**

**Berücksichtigung der Konjunkturlage**

**Geldpolitisches Konzept**

**Definition der Preisstabilität**

**Regelmässige Veröffentlichung einer Inflationsprognose**

gefahren zu reagieren. Die Inflationsprognose wird unter der Annahme erstellt, der Referenzzinssatz bleibe während des Prognosezeitraumes konstant. Sie bildet damit die künftige Preisentwicklung bei unveränderten geldpolitischen Rahmenbedingungen ab und lässt sich nicht mit den Prognosen anderer Institutionen vergleichen.

**In die Inflationsprognose einflussende Indikatoren**

Längerfristig hängt die Preisentwicklung entscheidend vom Verlauf der Geldaggregate ab. Diese spielen daher weiterhin eine bedeutende Rolle als geldpolitische Indikatoren. Es hat sich gezeigt, dass vor allem die Geldmenge  $M_3$  nützliche Informationen vermittelt. In der kürzeren Frist sind andere Indikatoren wesentlich; im Vordergrund stehen Hinweise auf die Entwicklung der Konjunktur und des Wechselkurses. 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 über 2% zu steigen, fasst die Nationalbank eine Straffung der Geldpolitik ins Auge. Umgekehrt sieht sie eine Lockerung vor, wenn die Gefahr einer Deflation besteht. Die Nationalbank reagiert jedoch nicht mechanisch auf die Inflationsprognose.

**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. Eine Glättung kurzfristiger Bewegungen des Preisniveaus wäre mit der Gefahr verstärkter konjunktureller Schwankungen verbunden, die für die Volkswirtschaft eine erhebliche Belastung bedeuten würden.

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

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

## Inflationsprognose

Inflation

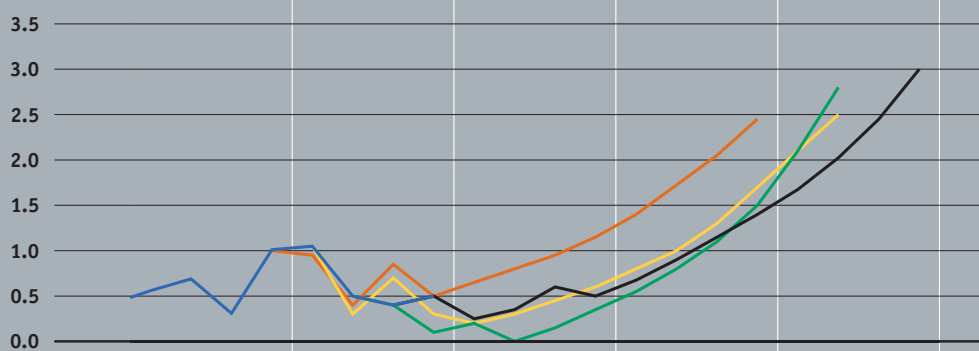
Prognose März 2003  
(Dreimonats-Libor 0,25%)

Prognose Juni 2003  
(Dreimonats-Libor 0,25%)

Prognose September 2003  
(Dreimonats-Libor 0,25%)

Prognose Dezember 2003  
(Dreimonats-Libor 0,25%)

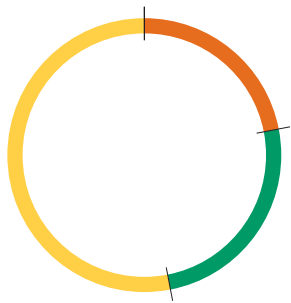
Veränderung des  
Landesindex der  
Konsumentenpreise  
gegenüber Vorjahr  
in Prozent.



Die Nationalbank beeinflusst den Dreimonats-Libor hauptsächlich über kurzfristige Repo-Geschäfte, ihr wichtigstes geldpolitisches Instrument. Sie kann einen unerwünschten Anstieg des Dreimonats-Libors verhindern, indem sie den Banken mittels Repo-Geschäften vermehrt Liquidität zuführt und ihre Repo-Sätze reduziert (Liquiditätsschaffung). Umgekehrt bewirkt sie durch eine Verknappung der Liquiditätsversorgung bzw. eine Erhöhung der Repo-Sätze einen Zinsanstieg (Liquiditätsabschöpfung). Die Liquidität der Geschäftsbanken in Franken besteht zu einem wesentlichen Teil aus Giro Guthaben bei der Nationalbank. Die Nachfrage der Geschäftsbanken danach ergibt sich vor allem aufgrund der gesetzlichen Liquiditätsvorschriften. Der Interbank-Zahlungsverkehr ist dagegen seit der Einführung der Intraday-Liquidität kaum mehr bedeutsam für die Nachfrage nach Giro Guthaben. Die Laufzeit der Repos liegt im Normalfall zwischen einem Tag und wenigen Wochen. Der Reposatz richtet sich nach den geldpolitischen Erfordernissen und der Laufzeit des Geschäfts. Unebenheiten bei der Liquiditätsverteilung im Bankensystem können kurzfristige Schwankungen verursachen.

**Repo-Sätze und Dreimonats-Libor**

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



**Hinterlagen aus Repo-Geschäft**  
in Prozent

- Franken-Anleihen inländischer Schuldner 22
  - Franken-Anleihen ausländischer Schuldner 25
  - Euro Anleihen 53
- Total: 27,1 Mrd. Franken.  
Ende 2003

## Instrumente der Geldmarktsteuerung in Mrd. Franken

	2002		2003	
	Bestand	Umsatz	Bestand	Umsatz
	Durchschnitt		Durchschnitt	
<b>Repo-Geschäfte</b>				
<b>Liquidität schaffende</b>	21,7	967,6	23,6	1 017,9
Laufzeit unter 1 Woche	0,8	213,5	1,4	236,4
1 Woche	8,5	445,6	8,4	436,4
2 Wochen	10,2	258,6	11,1	286,4
3 Wochen	1,7	36,6	2,3	39,8
übrige	0,5	13,3	0,3	18,9
<b>Liquidität abschöpfende</b>	0,0	0,5	0,0	0,0
Laufzeit unter 1 Woche	0,0	0,5	0,0	0,0

Beim Repo-Geschäft 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 Devisen-Swaps 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 der Nationalbank keine Rolle; seit dem Jahre 2000 werden ausschliesslich Repo-Geschäfte für die Geldmarktsteuerung eingesetzt.

Falls eine Bank dringende Liquiditätsbedürfnisse nicht am Geldmarkt abdecken kann, kann sie auf den Lombardkredit der Nationalbank zurückgreifen. 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 benützen. Im Verlaufe des Jahres 2004 werden die Banken die Möglichkeit erhalten, anstelle des bisherigen Lombardkredits Repo-Geschäfte zum Lombardsatz abzuschliessen. Dies ermöglicht den Banken eine effizientere Verwendung ihrer Wertpapierhinterlagen.

Die Nationalbank stellt den Geschäftsbanken und der Postfinance während des Tages zinslos Liquidität (Intraday-Liquidität) über Repo-Geschäfte zur Verfügung, um die Abwicklung des Zahlungsverkehrs im SIC (Swiss Interbank Clearing) und der Devisentransaktionen im CLS-System (Continuous Linked Settlement) zu erleichtern. Die ausschliesslich während des Tages zur Verfügung stehende 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 zwei Prozentpunkte über dem Zinssatz für Lombardkredite liegt.

Repo-Geschäft

Weitere geldpolitische Instrumente

Lombardkredit als kurzfristige Refinanzierungsquelle in Ausnahmefällen

Intraday-Liquidität zur Erleichterung des Zahlungsverkehrs

## 2 Durchführung

### Ausgangslage

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung im Dezember 2002 war die Nationalbank davon ausgegangen, dass das schweizerische Wirtschaftswachstum im Jahre 2003 bei 1% liegen und ein nachhaltiger Konjunkturaufschwung erst im Laufe der zweiten Jahreshälfte eintreten werde. Unter der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libors von 0,75% prognostizierte sie für die nächsten Jahre Inflationsraten zwischen 0,7% (Jahresdurchschnitt 2003) und 1,6% (2005). Es schien deshalb angemessen, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert auf dem seit dem 26. Juli 2002 geltenden Niveau von 0,25% bis 1,25% zu belassen.

### Senkung des Zielbandes im März

In den ersten Monaten des Jahres 2003 wurde deutlich, dass sich der Konjunkturaufschwung verzögern würde. Der sich anbahnende Krieg im Irak verstärkte diese Tendenz. In dieser Situation wollte die Nationalbank einer Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen über eine Aufwertung des Frankens entgegenreten. Am 6. März senkte die Nationalbank daher das Zielband für den Dreimonats-Libor um einen halben Prozentpunkt auf 0% bis 0,75%. Gleichzeitig gab sie bekannt, dass sie den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im unteren Bereich des neuen Zielbandes, bei 0,25% halten werde. Aus technischen Gründen (Null-Prozent-Untergrenze für nominelle Zinssätze) wurde die Breite des Zielbandes vorübergehend von 100 auf 75 Basispunkte reduziert. An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 20. März wurde diese Politik bestätigt und gleichzeitig eine neue Inflationsprognose veröffentlicht (vgl. Tabelle Inflationsprognosen).

### Lockerung der monetären Bedingungen durch Tieferbewertung des Frankens

Nach der Senkung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor im März wertete sich der Franken spürbar ab. Damit lockerten sich die monetären Bedingungen wie gewünscht nochmals. Gleichwohl fielen die Wirtschaftsdaten zunächst etwas schwächer als erwartet aus. Nachdem die Nationalbank ihre Prognose für das Wirtschaftswachstum 2003 bereits im März auf ein knappes Prozent zurückgenommen hatte, ging sie Mitte Jahr von einer Stagnation und wenig später von einem moderaten Rückgang des Bruttoinlandprodukts aus. Die Inflation bildete sich nochmals leicht zurück.

### Keine weiteren Veränderungen des Zielbandes bis Ende Jahr

An den vierteljährlichen Lagebeurteilungen vom 11. Juni, 18. September und 11. Dezember wurde das Zielband unverändert auf 0,0% bis 0,75% belassen. Die an den drei Terminen publizierten Inflationsprognosen unterschieden sich nur geringfügig (vgl. Tabelle).

### Inflationsprognosen Jahresdurchschnittswerte in Prozent

Monat	Libor <sup>1</sup>	2003	2004	2005	2006
Dezember 2002	0,75	0,7	0,9	1,6	–
März 2003	0,25	0,7	0,9	1,9	–
Juni 2003	0,25	0,6	0,4	1,2	–
September 2003	0,25	0,5	0,2	1,0	–
Dezember 2003	0,25	0,6	0,4	1,0	2,3

<sup>1</sup> Annahme eines konstanten Dreimonats-Libors

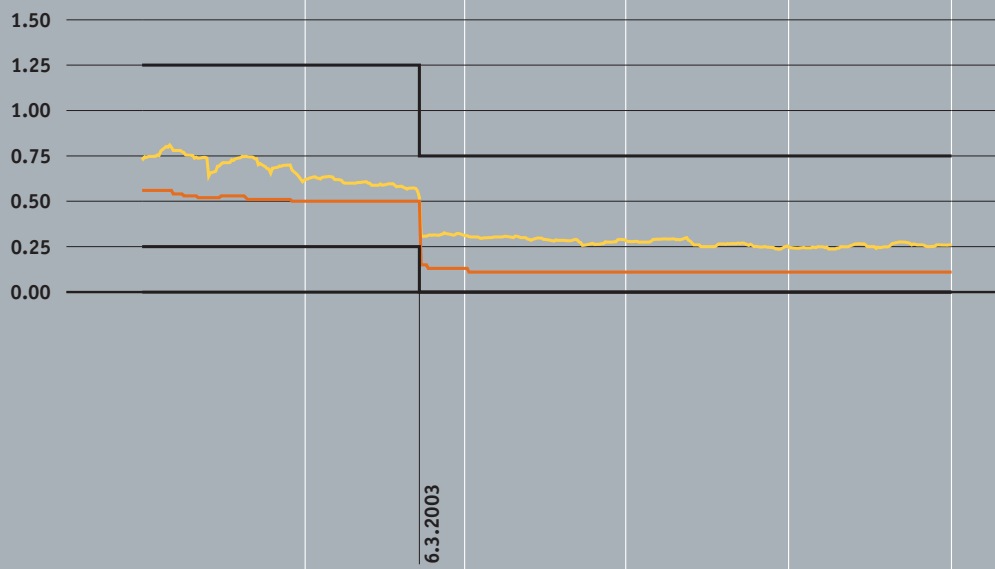
### Geldmarktsätze

Dreimonats-Libor

Repo-Satz 1 Woche

Zielband

Tageswerte.



**Inflationsprognose  
signalisiert Zinserhöhung  
in der mittleren Frist**

Über das ganze Jahr gesehen war die Nationalbank bestrebt, die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen und die Attraktivität von Frankenanlagen tief zu halten. Sie betrachtete ihre Geldpolitik als expansiv. In den Inflationsprognosen kam dies dadurch zum Ausdruck, dass die prognostizierte Inflation gegen Ende des Prognosezeitraums jeweils deutlich anstieg und für das Jahr 2006 über 2,0% anzeigte. Damit wurde deutlich, dass das tiefe Zinsniveau nicht auf Dauer aufrechterhalten werden kann.

**Starkes  
Geldmengenwachstum**

Mit der expansiven Geldpolitik weiteten sich auch die Geldaggregate aus. Das starke Geldmengenwachstum überzeichnete indessen das Risiko für die Preisstabilität. Zum einen entwickelte sich die Kreditschöpfung der Banken weiterhin verhalten. Zum andern widerspiegelte die Zunahme der Liquidität auch die Unsicherheit der Anleger, die nach schlechten Börsenerfahrungen und angesichts der unsicheren Wirtschaftslage eine Präferenz für Liquidität hatten. Die Liquiditätspräferenz ist speziell ausgeprägt, wenn das Zinsniveau auf dem Geldmarkt nahe bei 0% liegt. In diesem Fall decken die Zinserträge die den Anlegern beim Abschluss bestimmter Geldmarktgeschäfte belasteten Kommissionsgebühren nicht mehr. So sind im Jahre 2003 insbesondere Treuhandanlagen in Schweizer Franken im Ausland auf Sichtkonti in die Schweiz zurückgeflossen. Dieser Kapitalzustrom erhöhte die Geldaggregate zusätzlich.

**Festhalten an expansiver  
Geldpolitik trotz starken  
Geldmengenwachstums**

Die Nationalbank war der Auffassung, dass die Geldpolitik erst bei gesichertem konjunkturellem Aufschwung gestrafft werden müsse. Eine Belebung der Nachfrage treibe die Preise angesichts der freien Produktionskapazitäten nicht unmittelbar nach oben und es verbleibe damit genügend Zeit, die Geldpolitik anzupassen.

### Geldaggregate

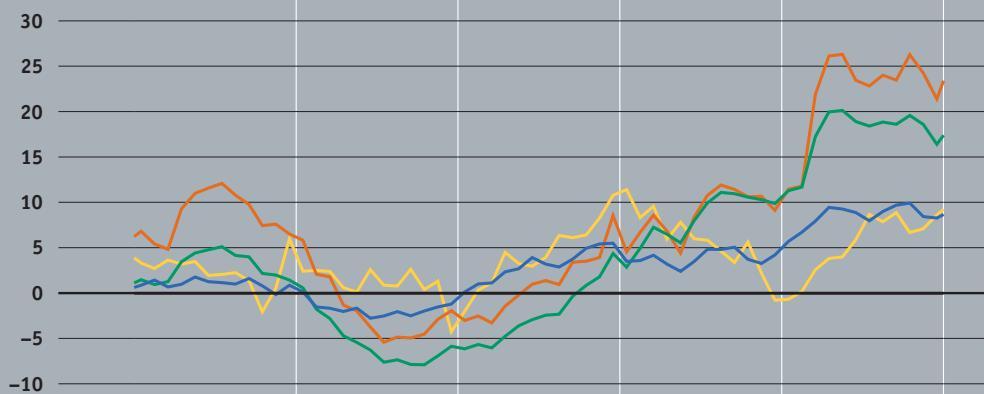
Notenbankgeldmenge

M<sub>1</sub>

M<sub>2</sub>

M<sub>3</sub>

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent.



### Geld- und Kapitalmarktsätze

Dreimonats-Libor

Rendite eidgenössischer Obligationen

Differenz in Prozentpunkten

