



# 1 Konzept

Die Geldpolitik der Nationalbank zielt darauf ab, das Preisniveau mittelfristig stabil zu halten und der Wirtschaft zu ermöglichen, ihr Produktionspotential auszuschöpfen. Stabile Preise sind eine wichtige Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren der Wirtschaft. Indem die Nationalbank das Geldangebot nur soweit ausdehnt, dass die Wirtschaft im Rahmen des Produktionspotentials wachsen kann, trägt sie zu einer ausgeglichenen Entwicklung der inländischen Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen bei. Unter diesen Umständen bleibt auch das Preisniveau stabil. Eine übermässige Ausweitung des Geldangebots zöge eine zu hohe Nachfrage nach sich. Die gesamtwirtschaftliche Kapazität wäre überlastet, in der Folge stiegen die Preise. Umgekehrt würde ein zu geringes Geldangebot die Produktion hemmen; für die Volkswirtschaft ergäben sich Wachstumsverluste und möglicherweise ein Rückgang des Preisniveaus.

Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik

Das Ziel der Preisstabilität bedeutet nicht, dass die Geldpolitik keine Rücksicht auf die Konjunkturlage nimmt. Unsere Politik trägt dazu bei, konjunkturelle Schwankungen zu glätten. Wenn die volkswirtschaftliche Kapazität nicht voll ausgelastet ist, führt eine Ausweitung des Geldangebots im Rahmen des Produktionspotentials zu Zinssenkungen. Damit stützt die Geldpolitik die Nachfrage und hilft mit, die Unterauslastung zu beheben. Wird die volkswirtschaftliche Kapazität dagegen zu stark beansprucht, so löst eine potentialorientierte Geldpolitik Zinssteigerungen aus. Dies dämpft die Nachfrage ein und wirkt der konjunkturellen Überhitzung entgegen. Wir behalten uns zudem vor, auf unerwartete Entwicklungen – wie starke Schwankungen des Wechselkurses oder der Geldnachfrage – zu reagieren, um realwirtschaftliche Schäden möglichst klein zu halten.

Glättung konjunktureller Schwankungen

Wir richten unsere Geldpolitik hauptsächlich an der Notenbankgeldmenge aus. Sie dient uns als Indikator dafür, ob das Geldangebot dem volkswirtschaftlichen Produktionspotential gerecht wird. Die Notenbankgeldmenge ist ein eng abgegrenztes Aggregat. Sie setzt sich zusammen aus dem Banknotenumlauf und den Guthaben der Geschäftsbanken bei der Nationalbank. Es wäre grundsätzlich auch möglich, die Geldpolitik an einem breiter definierten Geldaggregat wie den Geldmengen  $M_1$  (Bargeld und Sichteinlagen sowie Transaktionskonti),  $M_2$  (Geldmenge  $M_1$  und Sparkonti) oder  $M_3$  (Geldmenge  $M_2$  und Termineinlagen) auszurichten. Ein Wechsel drängt sich indessen nicht auf, da die Notenbankgeldmenge nach wie vor rasch und mit ausreichender Genauigkeit prognostizierbar ist. Zudem reagieren die breiten Aggregate stärker auf Zinsänderungen als die Notenbankgeldmenge. Dies beeinträchtigt in der kurzen Frist ihre Aussagekraft als geldpolitische Indikatoren. Wir beobachten jedoch ihren Verlauf sehr genau, um die Aussagekraft der Notenbankgeldmenge zu überprüfen.

Ausrichtung der Geldpolitik an der Notenbankgeldmenge

Als Orientierungshilfe für die Entwicklung der Notenbankgeldmenge dient uns ein mittelfristiger Zielpfad. Er zeigt die Richtung an, in die wir das Angebot an Notenbankgeld verändern sollten. Bei störungsfreiem Wachstum der Wirtschaft – mit Preisstabilität und normal ausgelastetem Produktionspotential – verliefte die Geldnachfrage entlang dieser Linie. Die Festlegung des Zielpfades auf eine mittlere Frist erlaubt es uns, auf unerwartete Wechselkursschwankun-

Mittelfristiger Zielpfad für die Entwicklung der Notenbankgeldmenge

gen und andere Störungen des volkswirtschaftlichen Gleichgewichts angemessen zu reagieren. Der geldpolitische Kurs kann daher zeitweilig vom Zielpfad wegführen. Um unsere Geldpolitik auch in diesen Fällen transparent zu gestalten, informieren wir regelmässig über unsere geldpolitischen Absichten und prognostizieren die Entwicklung der Notenbankgeldmenge.

Zielpfad für die Zeit von Ende  
1994 bis Ende 1999

Ende 1994 legten wir für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge einen Zielpfad für eine Zeitspanne von fünf Jahren, die von Ende 1994 bis Ende 1999 dauert, fest. Der Zielpfad entspricht einer Zuwachsrate der Notenbankgeldmenge von durchschnittlich 1% pro Jahr. Er steht in Einklang mit einem Wachstum des Produktionspotentials von schätzungsweise 2% und einer Teuerung von 1% pro Jahr, die wir mit Preisstabilität gleichsetzen. Die angestrebte Zunahme der Notenbankgeldmenge von 1% ist geringer als das nominale Wirtschaftswachstum von 3%, das dem Zielpfad zugrunde liegt. Der Unterschied trägt der Tendenz Rechnung, Zahlungen vermehrt bargeldlos abzuwickeln. Als Folge davon steigt der Notenumlauf tendenziell weniger stark als das Sozialprodukt.

Grundzüge der geldpolitischen  
Steuerung

Wir beeinflussen das Geldangebot, indem wir auf die Liquiditätsversorgung des Bankensystems und damit auf die Zinsen am Geldmarkt einwirken. Dadurch steuern wir das Niveau der Giroguthaben, welche die Banken bei der Nationalbank halten und ermöglichen den Marktteilnehmern, jene Zinsbewegungen auszulösen, die mit unserem geldpolitischen Kurs in Einklang stehen. Allerdings können auch Zinsschwankungen auftreten, die geldpolitisch nicht gerechtfertigt sind. In diesen Fällen sind wir bereit, auf die Zinsentwicklung einzuwirken, indem wir das Liquiditätsangebot entsprechend anpassen oder den Tagesgeldsatz vorübergehend direkt steuern. Damit sorgen wir für eine geordnete Entwicklung der Geldmarktsätze.

Zentrale Rolle von Giro-  
guthaben und Tagesgeldmarkt

Der Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage an Giroguthaben findet am Markt für Tagesgeld statt. Das Angebot an Giroguthaben kontrollieren wir durch den Einsatz der geldpolitischen Instrumente. Die Nachfrage der Banken nach Giroguthaben stammt insbesondere aus den gesetzlichen Liquiditätsanforderungen, aber auch aus dem Bedarf nach Arbeitsguthaben im bargeldlosen Zahlungsverkehr. Gemessen an den täglichen Liquiditätsbewegungen innerhalb des Bankensystems sowie zwischen dem Banken- und Nichtbankensektor (inkl. Bund und Post) ist der Bestand an Giroguthaben gering. Wir agieren daher regelmässig am Markt für Tagesgeld, um eine angemessene Liquiditätsversorgung zu gewährleisten.

Vorrang von Offenmarkt-  
geschäften

Zur Steuerung der Giroguthaben schliessen wir mit den Banken Geschäfte zu marktkonformen Bedingungen ab. Um unsere Handlungsfreiheit zu bewahren, stellen wir dem Bankensystem die Liquidität in der Regel nur befristet zur Verfügung, indem wir Offenmarktgeschäfte auf Swapbasis abschliessen (Kauf von Aktiven bei gleichzeitigem Wiederverkauf auf Termin). Den Grundbedarf nach Liquidität decken wir mit Devisenswaps – Franken gegen Dollar in Laufzeiten von 1 bis 12 Monaten –, die wir nach Rückzahlung in der Regel erneuern. Für die kürzerfristige Liquiditätssteuerung setzen wir vorwiegend Swaps mit Geldmarktbuchforderungen ein. Zudem machen wir von der Möglichkeit Gebrauch, kurzfristige Festgelder, die der Bund bei uns anlegt, bei Banken zu plazieren. Auf diese Weise können wir die Liquiditätsverschiebungen zwischen dem Bankensystem und dem Bund ausgleichen.

## Instrumente der Geldmarktsteuerung in Mrd. Franken

	1995		1996	
	Bestand Jahres- durchschnitt	Umsatz	Bestand Jahres- durchschnitt	Umsatz
<b>Devisenswaps mit Laufzeiten</b>				
bis 1 Monat	0,5	2,9	0,1	0,5
über 1 Monat bis 3 Monate	7,4	10,5	5,0	10,2
über 3 Monate bis 12 Monate	2,4	25,0	3,7	25,9
<b>Total</b>	<b>10,3</b>	<b>38,4</b>	<b>8,8</b>	<b>36,6</b>
<b>Geldmarktbuchforderungen</b>				
Swap	1,0	79,9	0,9	78,9
Käufe und Verkäufe	0,7	4,3	0,8	4,0
<b>Total</b>	<b>1,7</b>	<b>84,2</b>	<b>1,7</b>	<b>82,9</b>
<b>Bundesanlagen</b>				
Neuanlagen	5,4	58,2	3,9	74,7
Weiterplazierungen	3,0	34,1	2,2	62,2

Treten bei einer Bank dringende Liquiditätsbedürfnisse auf, die sie am Geldmarkt nicht abdecken kann, hat sie die Möglichkeit, auf den Lombardkredit der Nationalbank zurückzugreifen. Sie darf indessen den Lombardkredit nur bis zur Höhe ihrer mit Wertpapierhinterlagen gesicherten Kreditlimite und nur zum offiziellen Lombardsatz beanspruchen. Der Lombardsatz wird ständig zwei Prozentpunkte über dem Tagesgeldsatz gehalten, um die Banken davon abzuhalten, den Lombardkredit als dauerhafte Refinanzierungsquelle zu benützen.

Lombardkredit als Notventil

## 2 Durchführung

Die unerwartete konjunkturelle Abflachung veranlasste die Nationalbank, im Jahre 1996 eine expansivere Geldpolitik zu führen als sie Ende 1995 angekündigt hatte. Wir waren bestrebt, der Wirtschaft genügend Spielraum für eine rasche konjunkturelle Erholung zu geben und deflationären Tendenzen, die von der Frankenstärke ausgingen, entgegenzuwirken. Wir hatten Ende 1995 angenommen, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge werde um mehr als 1% wachsen, aber den mittelfristigen Zielpfad bis Ende Jahr kaum erreichen. Tatsächlich stieg die Notenbankgeldmenge zwischen dem vierten Quartal 1995 und dem vierten Quartal 1996 um 5% und überschritt den Zielpfad bereits im Sommer.

Expansivere Geldpolitik als angekündigt ...

... aufgrund der Wirtschaftslage notwendig

Wir waren Ende 1995 davon ausgegangen, dass sich die schweizerische Konjunktur beleben und das reale Bruttoinlandprodukt bis zum vierten Quartal 1996 um 1,8% wachsen werde. Gleichzeitig hatten wir für denselben Zeitraum eine Teuerung von rund 1,5% erwartet. Gegen die Jahresmitte zeichnete sich indessen immer deutlicher ab, dass die konjunkturelle Erholung ausbleiben würde. Damit erhöhte sich auch die Gefahr eines anhaltenden Rückganges der Preise. Dies veranlasste uns, die Notenbankgeldmenge stärker auszuweiten als ursprünglich vorgesehen. Wir konnten damit die Geldmarktzinsen etwa auf dem Anfang 1996 erreichten, niedrigen Niveau halten. Die tiefen Zinsen trugen dazu bei, den übermässigen Anstieg des Frankens am Devisenmarkt zu korrigieren.

Deutlicher Rückgang der Sparzinsen

Das kräftige Wachstum der Notenbankgeldmenge widerspiegelt nicht allein die im Jahre 1996 verfolgte Geldpolitik. Die deutliche Lockerung der Geldpolitik im Frühjahr 1995 liess die Sparzinsen Ende 1995 und Anfang 1996 stärker als erwartet sinken. Der Notenumlauf reagiert auf Änderungen der Geldpolitik mit einer Verzögerung von mehreren Monaten, da er weniger stark durch die Geldmarkt- als durch die Sparzinsen beeinflusst wird. Diese passen sich erst nach einiger Zeit den Bewegungen der Geldmarktsätze an.

Verschiebung der Nachfrage nach Giroguthaben

Ein weiterer Grund für das starke Wachstum der Notenbankgeldmenge im Jahre 1996 lag im Liquiditätsverhalten verschiedener Banken, welche ihre bei der Nationalbank gehaltenen Giroguthaben zulasten ihrer Postcheckguthaben aufstockten. Die Giroguthaben können von den Banken gleich wie Bargeld und Postcheckguthaben zur Erfüllung des gesetzlichen Liquiditätserfordernisses herangezogen werden. Die Postcheckguthaben sind jedoch im Unterschied zu den Giroguthaben nicht Teil der Notenbankgeldmenge. Wir passten das Angebot an Notenbankgeld an die um rund 400 Mio. Franken erhöhte Nachfrage nach Giroguthaben an. Sonst hätten wir unseren geldpolitischen Kurs unbeabsichtigt verschärft. Unser Kurs war somit nicht ganz so expansiv, wie der starke Anstieg der Notenbankgeldmenge vermuten lässt.

Zinsanstieg Mitte 1996 nicht in Einklang mit Geldpolitik

Als Folge der expansiven Geldpolitik fielen die Geldmarktsätze, die bereits seit dem Frühjahr 1995 kontinuierlich gesunken waren, Anfang 1996 unter 2%. Im zweiten Quartal stiegen sie wieder an. Wir sahen darin zunächst einen Vorboten der erwarteten Konjunkturerholung. Ausserdem schwächte sich der Franken am Devisenmarkt erstmals seit längerem wieder ab, was erfahrungsgemäss zu gewissen Zinsanspannungen führt. Hinzu kamen Verwerfungen im Geldmarkt infolge der erwähnten Änderungen im Liquiditätsverhalten der Banken. Wir wirkten der Zinsanspannung entgegen, indem wir den Geldmarkt grosszügig mit Liquidität versorgten. Ende September unterstrichen wir mit der Senkung des Diskontsatzes von 1,5% auf 1% unsere Bereitschaft, die Geldmarktsätze auf tiefem Niveau zu halten.

Starkes Wachstum der breit definierten Geldaggregate

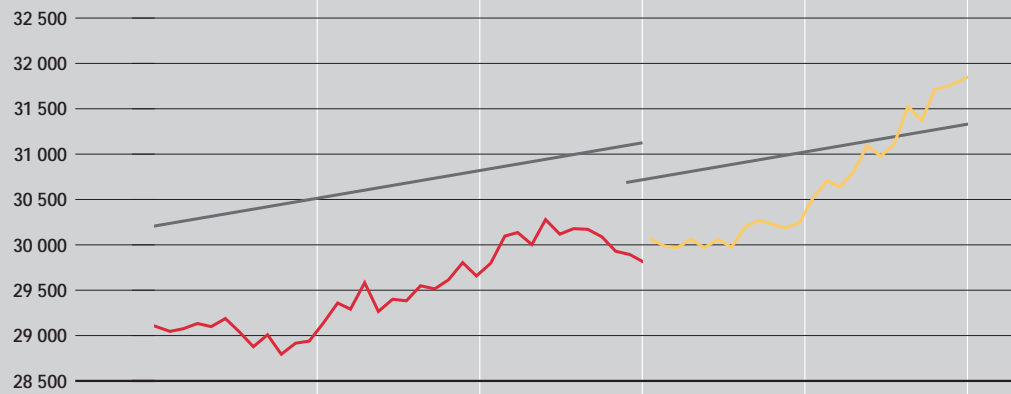
Die Entwicklung der breit definierten Geldaggregate, die rasch und stark auf Änderungen der Zinssätze reagieren, bestätigte das von der Notenbankgeldmenge gezeichnete Bild. Der Rückgang der Geldmarktsätze hatte bereits seit dem Frühjahr 1995 zu einem massiven Anstieg der Sicht- und Spareinlagen zulasten der Termineinlagen geführt. Diese Entwicklung wurde durch den vorübergehenden Anstieg der Zinssätze im Frühjahr 1996 unterbrochen. Dennoch stiegen alle breit definierten Aggregate kräftig: Die Geldmenge  $M_1$  lag im Jahre 1996 um durchschnittlich 11,9% über dem Vorjahresstand, die Geldmenge  $M_2$  erhöhte sich um 12,2%, während die Geldmenge  $M_3$  um 7,2% stieg.

### Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge

— Notenbankgeldmenge bis Dezember 1994  
— Notenbankgeldmenge ab Januar 1995  
— Zielpfad von 1%

In Mio. Franken

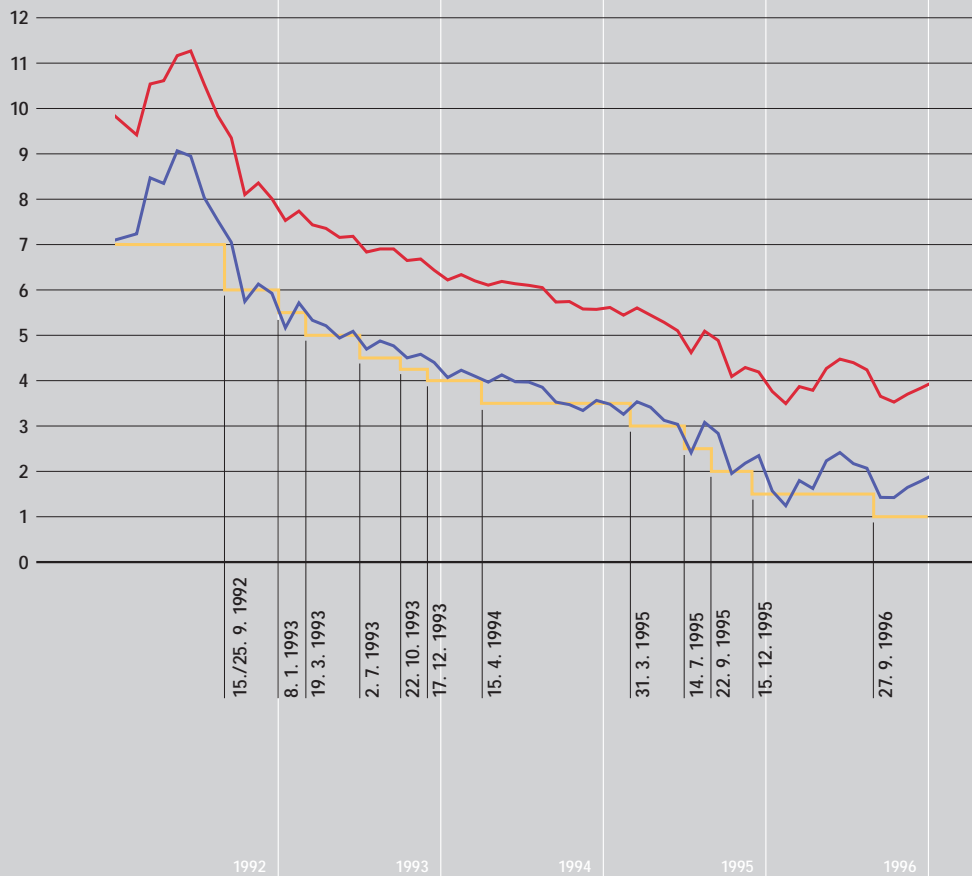
Ab Januar 1995 enthalten die Giro-guthaben nur noch die Einlagen von Banken im Inland. Bis Ende 1994 schlossen sie Einlagen einzelner Institutionen ein, die nicht dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen unterstellt sind.



### Diskont- und Lombardsatz

— Diskontsatz  
— Lombardsatz  
— Tagesgeldsatz

In Prozent



Wir setzen im Einvernehmen mit dem Bundesrat im Jahre 1997 unseren gelockerten geldpolitischen Kurs fort. Wir beabsichtigen, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge weiterhin über dem mittelfristigen Zielpfad zu halten. Damit tragen wir der ungünstigen Wirtschaftslage und den Unsicherheiten Rechnung, die von der europäischen Währungsintegration ausgehen. Die Geldversorgung bleibt grosszügig und schafft die monetären Voraussetzungen für eine wirtschaftliche Erholung. Wir erachten die Inflationsrisiken in der Schweiz derzeit als gering. Wir sind uns jedoch bewusst, dass der Zeitpunkt für einen Kurswechsel sorgfältig gewählt werden muss, wenn die Preisstabilität mittelfristig gewährleistet werden soll. Eine Änderung der Geldpolitik kommt indessen erst in Frage, wenn sich die schweizerische Wirtschaft erkennbar in einem Aufschwung befindet.

Der für das Jahr 1997 vorgesehenen Geldpolitik liegt die Erwartung zugrunde, dass das reale Bruttoinlandprodukt in der Grössenordnung von 0,5% steigen und die durchschnittliche Teuerung 1% betragen wird. Die Nachfrage nach Notenbankgeld dürfte unter diesen Voraussetzungen nur schwach zunehmen. Wir behalten uns wie immer vor, bei Störungen an den Finanzmärkten von unserem Kurs abzuweichen.

Verhaltene Konjunkturerholung bei geringer Teuerung im Jahre 1997

1992

1993

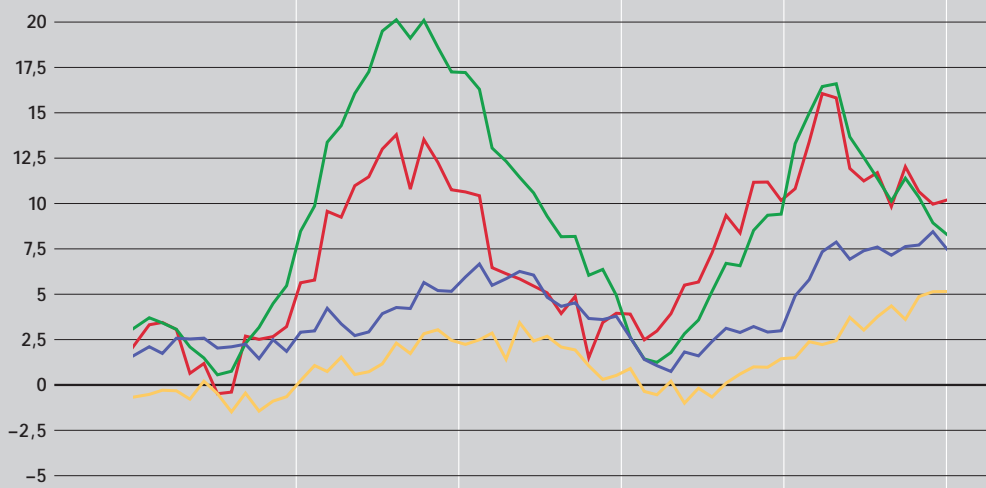
1994

1995

1996

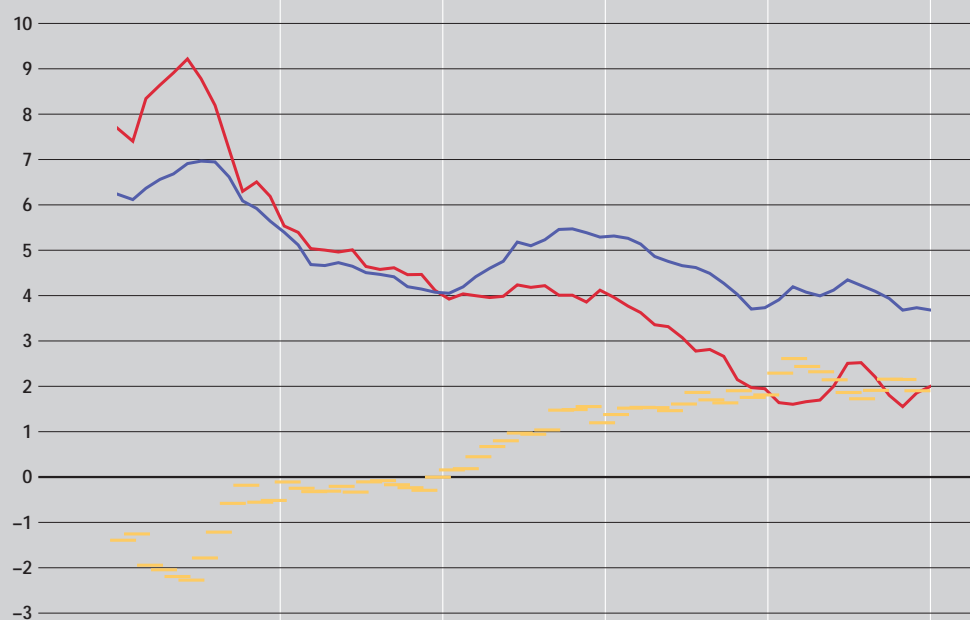
### Geldaggregate

- Notenbankgeldmenge
  - M1
  - M2
  - M3
- Veränderung gegenüber  
Vorjahr in Prozent



### Geld- und Kapitalmarktsätze

- Franken Euromarktsatz,  
3 Monate, in Prozent
- Rendite eidgenössischer Obligationen,  
in Prozent
- Differenz  
in Prozentpunkten



1992

1993

1994

1995

1996



### 3 Erneuerung des Notenmonopols

Staatsbank oder Aktienbank  
als verfassungsrechtliche  
Alternative

Gestützt auf Artikel 39 der Bundesverfassung (BV) steht dem Bund das ausschliessliche Recht zur Ausgabe von Banknoten zu. Der Bund kann das Notenmonopol durch eine unter gesonderter Verwaltung stehende Staatsbank ausüben oder, unter Vorbehalt des Rückkaufrechts, einer zentralen Aktienbank übertragen, welche unter seiner Mitwirkung und Aufsicht verwaltet wird. Das Nationalbankgesetz (NBG) überträgt das Privileg für die Ausgabe von Banknoten durch Beschluss der Bundesversammlung für die Dauer von jeweils 20 Jahren der Nationalbank. Die letzte Erneuerung erfolgte durch Beschluss der Bundesversammlung vom 15. September 1976 und gilt bis zum 20. Juni 1997.

Bundesbeschluss zur  
Erneuerung des Notenmonopols

Mit Botschaft vom 24. April 1996 unterbreitete der Bundesrat den eidgenössischen Räten den Entwurf eines Bundesbeschlusses, mit dem der Nationalbank das ausschliessliche Recht zur Ausgabe von Banknoten vom 21. Juni 1997 an für die Dauer von 20 Jahren erneuert werden soll. Zur Begründung führte er aus, die geltende Regelung habe sich bewährt. Mit der Übertragung des Notenmonopols an eine mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestattete, als Aktiengesellschaft konstituierte Notenbank werde das Prinzip der Unabhängigkeit in hohem Grade verwirklicht. Eine «unter gesonderter Verwaltung stehende Staatsbank» wäre stärkeren politischen Einflussnahmen ausgesetzt als eine aktienrechtlich organisierte Zentralbank und stelle deshalb heute kaum noch eine valable Alternative dar. Der Ständerat hiess die Vorlage in der Herbst-, der Nationalrat in der Wintersession 1996 einstimmig gut.

### 4 Stellungnahme zum Entwurf der neuen Bundesverfassung

Stellungnahme der  
Nationalbank

Der im Juni 1995 veröffentlichte Entwurf zur Reform der Bundesverfassung enthält auch einen nachgeführten Artikel über die Geld- und Währungs politik. Der neue Verfassungsartikel soll die bisherigen Bestimmungen von Art. 38 BV (Münzartikel) und Art. 39 BV (Notenbankartikel) ersetzen.

In ihrer Vernehmlassung vom 29. Februar 1996 erachtete die Nationalbank die Nachführung der Geld- und Währungsverfassung als wichtigen Bestandteil des Reformvorhabens. Wir befürworteten die Ordnung der Materie in einer einzigen, auf die Grundprinzipien des Geldwesens konzentrierten Verfassungsnorm. Wir begrüsstes weiter die vorgeschlagene Loslösung der schweizerischen Währung von ihrer Bindung an das Gold, die ausdrückliche Normierung der Bundeszuständigkeit für Geld und Währung sowie die verfassungsrechtliche Verankerung der Unabhängigkeit der Notenbank. Ferner wiesen wir darauf hin, dass die Verpflichtung der Notenbank auf das Ziel der Geldwertstabilität heute weltweit als Leitprinzip einer Währungsordnung anerkannt wird. Eine verfassungsrechtliche Ausrichtung der Notenbankpolitik auf das Ziel der Geldwertstabilität hätte jedoch den Rahmen einer blossen Nachführung sprengen können. Zur Sicherung des öffentlichen Vertrauens in die schweizerische Währung schlu-

gen wir vor, dass die Nationalbank verfassungsrechtlich verpflichtet werde, aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven zu bilden.

Dieser Vorschlag wurde in der Folge vom Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartement aufgenommen. Am 20. November 1996 verabschiedete der Bundesrat den überarbeiteten Entwurf für eine neue Bundesverfassung zusammen mit der Botschaft. Im nachgeführten Art. 89 des Verfassungsentwurfs wird die Nationalbank zur Bildung ausreichender Währungsreserven verpflichtet. Diese Bestimmung ist als funktionales Äquivalent für den Verzicht auf die verfassungsrechtliche Pflicht zur Deckung des Notenumlaufs mit Gold und Devisen gedacht.

Ergänzung des nachgeführten  
Artikels über die Geld- und  
Währungspolitik