

1 Konzept

Die Geldpolitik der Nationalbank soll der Wirtschaft ermöglichen, ihr Produktionspotenzial auszuschöpfen, ohne dass mittelfristig die Preisstabilität gefährdet wird. Preisstabilität ist eine wichtige Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren der Wirtschaft. Ein zu tiefes Zinsniveau bewirkt ein übermässiges Geldangebot und zieht eine zu hohe Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen nach sich. Die gesamtwirtschaftliche Kapazität wird überlastet, was steigende Preise zur Folge haben kann. Umgekehrt hemmt ein zu hohes Zinsniveau die Produktion. Für die Volkswirtschaft ergeben sich Wachstumsverluste und möglicherweise ein Rückgang des Preisniveaus.

Die Nationalbank braucht Indikatoren, die darüber Auskunft geben, ob ein gewählter geldpolitischer Kurs im Hinblick auf das Ziel der Preisstabilität angemessen ist. Von 1980 bis 1999 benutzte sie die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge als geldpolitische Zielgrösse und als Indikator. Im Jahre 1999 unterzog die Nationalbank ihr geldpolitisches Konzept einer grundlegenden Überprüfung, nachdem sich gezeigt hatte, dass die Notenbankgeldmenge an Aussagekraft eingebüsst hatte. Die Anpassung des geldpolitischen Konzeptes auf Anfang 2000 brachte drei Neuerungen mit sich: Erstens hält die Nationalbank ausdrücklich fest, was sie unter Preisstabilität versteht, um die Transparenz ihrer Geldpolitik in dieser Hinsicht zu verbessern. Zweitens stützt sie ihre geldpolitischen Entscheidungen auf eine mittelfristige Inflationsprognose ab. Drittens setzt sie für einen von ihr gewählten Referenzzinssatz, den Dreimonats-Libor (London interbank offered rate), ein operationelles Zielband fest. Die Nationalbank verzichtet auf die Bekanntgabe eines Wachstumszieles für ein Geldaggregat; die Geldmengen, insbesondere das Aggregat M_3 , spielen jedoch weiterhin eine bedeutende Rolle als geldpolitische Indikatoren, da sie wichtige Informationen über den längerfristigen Verlauf der Teuerung liefern.

Die Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von unter 2% pro Jahr gleich. Damit wird nicht zuletzt der Tatsache Rechnung getragen, 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 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.

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 trägt dem Zeitbedarf für die Übertragung geldpolitischer Impulse Rechnung. Prognosen über diesen Horizont sind indessen mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Mit der Publikation einer mittelfristigen Prognose unterstreicht die Nationalbank die Notwendigkeit, eine voraus-

Preisstabilität und Ausschöpfung des Produktionspotenzials als Ziele der Geldpolitik

Anpassung des geldpolitischen Konzeptes auf Anfang 2000

Definition der Preisstabilität

In der Regel kein Ausgleich kurzfristiger Preisbewegungen

Regelmässige Veröffentlichung einer Inflationsprognose

In die Inflationsprognose einflussende Indikatoren

schauende Haltung einzunehmen und frühzeitig auf Inflationsgefahren zu reagieren. Die Inflationsprognose wird normalerweise unter der Annahme erstellt, der Referenzzinssatz bleibe während des Prognosezeitraumes konstant.

Längerfristig hängt die Preisentwicklung entscheidend vom Verlauf der Geldaggregate ab. Vor allem die Geldmenge M_3 bleibt deshalb ein nützlicher Indikator. In der kürzeren Frist sind dagegen andere Indikatoren wesentlich; im Vordergrund stehen Indikatoren zur 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, wie sie die Nationalbank definiert, drängt sich eine Überprüfung der Geldpolitik auf. Droht die Teuerung über 2% zu steigen, wird die Nationalbank ihre Geldpolitik tendenziell straffen. Umgekehrt sieht sie eine Lockerung vor, wenn die Gefahr einer Deflation besteht.

Steuerungskonzept für den Geldmarkt – Zielband für den Dreimonate-Libor

Bei der Umsetzung der Geldpolitik orientiert sich die Nationalbank am Zinsniveau auf dem Geldmarkt. Sie setzt 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.

Steuerungstechnik

Die Nationalbank beeinflusst den 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 Giro Guthaben bei der Nationalbank. Die Nachfrage der Geschäftsbanken nach Giro Guthaben 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 nachfragewirksam. Die Laufzeit der Repos liegt im Normalfall zwischen einem Tag und wenigen Wochen. Kurzfristige Schwankungen der Repo-Sätze haben oft nichts mit dem geldpolitischen Kurs, sondern unter anderem mit der Liquiditätsverteilung im System zu tun.

Inflationsprognose

Inflation

Prognose

Durchschnittliche

Jahresteuierung

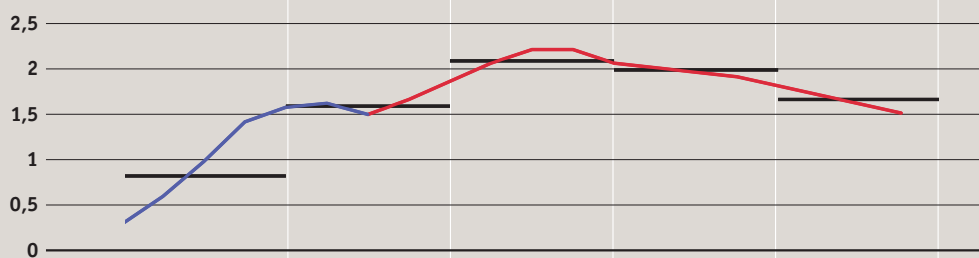
2000: 1,6%

2001: 2,1%

2002: 2,0%

2003: 1,7%

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent.

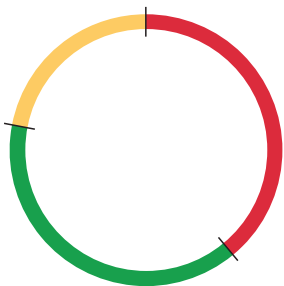


Repo-Sätze und Libor

Die Repo-Sätze lassen sich nicht direkt mit dem Libor vergleichen. Tendenziell ist der Libor aus zwei Gründen höher. Zum einen bezieht er sich in der Regel auf eine längere Laufzeit als die Repo-Geschäfte, zum anderen liegen ihm Blankokredite zwischen Banken zugrunde. Der Libor enthält damit eine Kreditrisikoprämie, während es sich bei den Repo-Sätzen um risikolose Zinssätze handelt, da Repos mit Wertpapieren gesichert sind.

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. Beide Instrumente spielen im aktuellen Steuerungskonzept eine nachrangige Rolle und kommen nur in Ausnahmesituationen zum Einsatz.



Hinterlagen aus Repo-Geschäft in Prozent

Franken-Anleihen inländischer Schuldner 39

Franken-Anleihen ausländischer Schuldner 39

Euro-Anleihen 22

Total: 24,3 Mrd. Franken.
Ende 2000

Instrumente der Geldmarktsteuerung in Mrd. Franken

	1999		2000	
	Bestand	Umsatz	Bestand	Umsatz
	Durchschnitt		Durchschnitt	
Repo-Geschäfte (Liquiditätsschaffung)	16,9	722,9	18,9	768,7
weniger als 1 Woche			0,9	227,0
1 Woche			4,1	211,2
2 Wochen			10,0	259,4
3 Wochen			3,6	62,2
übrige			0,4	8,9
Bundes- und Postanlagen¹				
Neuanlagen	17,8	244,5	11,4	112,8
Weiterplatzierungen	1,0	15,8	0,0	0,0

1 Ab November 2000 ohne Postanlagen (vgl. S. 59)

Seit Oktober 1999 stellt die Nationalbank den Geschäftsbanken während des Tages zinslos Liquidität zur Verfügung. Diese wird in Form von Repo-Geschäften angeboten. Die Intraday-Liquidität dient dazu, die Abwicklung des Zahlungsverkehrs zu erleichtern. Sie beeinträchtigt die Geldpolitik nicht, da die während des Tages zur Verfügung gestellte Liquidität nicht zur Erfüllung der gesetzlichen Liquiditätsvorschriften verwendet werden kann. Die Einhaltung der Liquiditätsvorschriften wird 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 innerhalb des gleichen Arbeitstages 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 Refinanzierungsquelle in Ausnahmefällen

2 Durchführung

Ausgangslage

Die Nationalbank veröffentlichte Ende 1999 erstmals eine mittelfristige Inflationsprognose und ein Zielband für den Dreimonate-Libor. Sie legte dieses auf 1,25%–2,25% fest. Dies bedeutete eine Straffung der Geldpolitik, mit der die Nationalbank sicherstellen wollte, dass die Inflation unter 2% bleiben würde. Die mittelfristige Inflationsprognose zeigte für das Jahr 2000 eine durchschnittliche Teuerung von 1,5% und bis zum Jahre 2002 einen leichten Anstieg auf 1,8%. Diese Zunahme widerspiegelte den erwarteten Konjunkturaufschwung, der erfahrungsgemäss mit Preissteigerungstendenzen einhergehen würde.

Straffung der Geldpolitik im ersten Halbjahr

Für das Jahr 2000 prognostizierte die Nationalbank ein Wirtschaftswachstum von 1,8%. Bereits kurz nach der Jahreswende zeichnete sich ab, dass der Konjunkturaufschwung in der Schweiz infolge der anziehenden internationalen Konjunktur deutlich kräftiger ausfallen würde. Gleichzeitig führte die anhaltende Schwächeneigung des Frankens zu einer unerwünschten Lockerung der monetären Rahmenbedingungen in der Schweiz. Um der damit verbundenen Teuerungsgefahr vorzubeugen, straffte die Nationalbank ihre Geldpolitik zügig. Bis zur Jahresmitte erhöhte sie das Zielband für den Dreimonate-Libor um insgesamt 1,75 Prozentpunkte auf 3%–4%.

Zweimalige Anhebung des Zinszielbandes im ersten Quartal

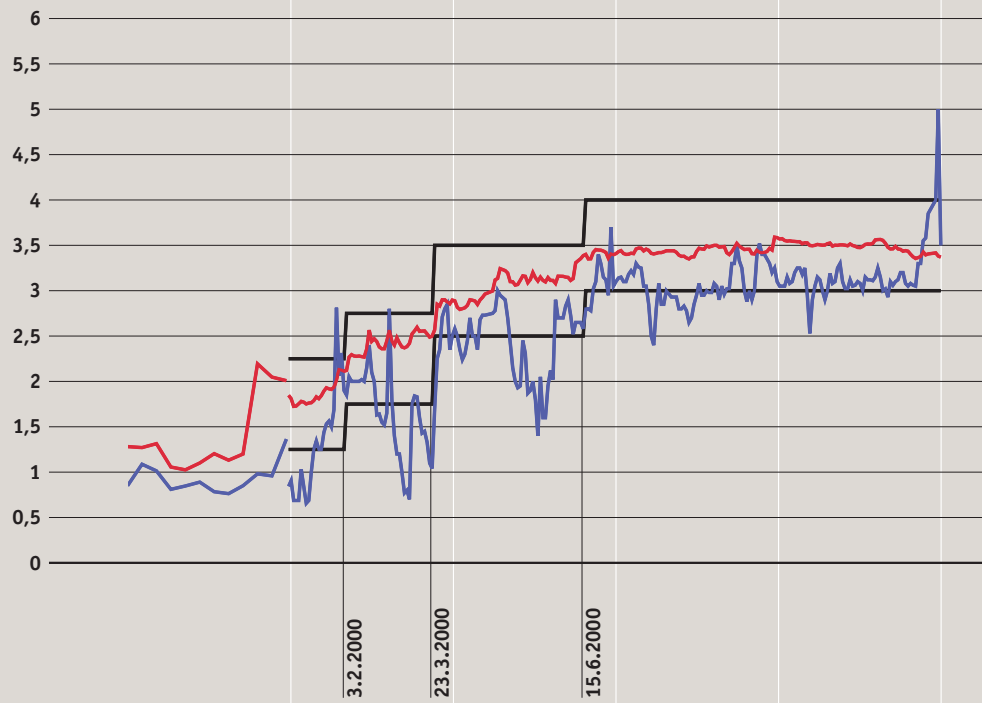
In einem ersten Schritt hob die Nationalbank das Zielband am 3. Februar um einen halben Prozentpunkt auf 1,75%–2,75% an, nachdem sie bereits in der zweiten Hälfte des Monats Januar den oberen Bereich des Zielbandes angesteuert hatte. Am 23. März beschloss die Nationalbank anlässlich ihrer vierteljährlichen Lagebeurteilung eine weitere deutliche Straffung der Geldpolitik und erhöhte das Zielband für den Dreimonate-Libor um 0,75 Prozentpunkte auf 2,5%–3,5%. Die nach dem Zinsschritt von Anfang Februar bekannt gewordenen Daten zeigten, dass die schweizerische Konjunktur im zweiten Halbjahr 1999 überaus stark an Schwung gewonnen hatte. Auf dem Arbeitsmarkt machten sich zunehmend Verknappungserscheinungen bemerkbar. Zusätzliche Teuerungsrisiken gingen von der weiteren Abschwächung des Frankenkurses, vor allem gegenüber dem Dollar, aus.

Weiterer Zinsschritt Mitte Juni

Am 15. Juni setzte die Nationalbank das Zinszielband um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 3%–4% herauf, nachdem sie zu Beginn des Monats einen Anstieg des Dreimonate-Libor in den oberen Bereich des Zielbandes zugelassen hatte. Die Überprüfung der Ende 1999 erstellten Inflationsprognose hatte zum Schluss geführt, dass die bis anhin erfolgte Straffung der Geldpolitik nicht ausreichen würde, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu wahren. Gleichzeitig wies die Nationalbank darauf hin, dass trotz der weiteren Anhebung des Zinssatzes ein vorübergehender Teuerungsanstieg im Jahre 2001 auf über 2% nicht zu vermeiden sei.

Geldmarktsätze

— Dreimonate-Libor
— Tagesgeldsatz
 Zielband
 Monatsdurchschnitte (1999)
 und Tageswerte (2000).



**Unverändertes Zinszielband
in der zweiten Jahreshälfte**

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom September belies die Nationalbank das Zinszielband unverändert. Die Überprüfung der Geldpolitik hatte ergeben, dass der erreichte Restriktionsgrad der Geldpolitik genügte, um eine konjunkturelle Überhitzung zu vermeiden und mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Wichtige Indikatoren deuteten darauf hin, dass der breit abgestützte Konjunkturaufschwung anhalten, aber in ruhigeren Bahnen verlaufen würde als zu Jahresbeginn. Ausserdem hatte der Franken gegenüber dem Euro weiter an Wert gewonnen, was einer leichten Straffung der Geldpolitik gleich kam.

**Keine Anzeichen eines
längerfristigen Preisanstieges**

Die Entwicklung der Geldaggregate im Jahre 2000 deutete nicht auf eine Gefährdung der Preisstabilität in der längeren Frist hin. Die breit definierte Geldmenge M_3 , die den Bargeldumlauf, die Sichteinlagen, die Transaktionskonten sowie die Spar- und Termineinlagen umfasst, bildete sich im Laufe des Jahres leicht zurück und lag im vierten Quartal um 1,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

**Geringer Anstieg der
Notenbankgeldmenge**

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg im Jahre 2000 um 1,1% und wuchs damit schwächer als im Vorjahr (2,4%). Dabei erhöhte sich der Notenumlauf, der rund 90% der Notenbankgeldmenge umfasst, um 2,4%. Zugleich sanken die Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank um 12%. Der Rückgang der Nachfrage nach Giro Guthaben war zu einem erheblichen Teil auf die Einführung der Intraday-Liquidität zurückzuführen. Die im Vergleich zum Vorjahr deutlich stärkeren Schwankungen der Giro Guthaben widerspiegeln hauptsächlich den Wechsel von der Steuerung der Giro Guthaben zur Zinssteuerung.

**Inflationsprognose für
2001–2003**

Am Mediengespräch vom 8. Dezember 2000 veröffentlichte die Nationalbank ihre Inflationsprognose für die Jahre 2001–2003. Sie veranschlagte die mittelfristigen Teuerungsrisiken ungefähr gleich hoch wie sechs Monate zuvor. Dementsprechend belies sie das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 3%–4%. Gemäss der im Dezember publizierten Inflationsprognose dürfte die Teuerung Mitte 2001 vorübergehend auf über 2% steigen, im Laufe des Jahres 2002 jedoch wieder unter 2% fallen und im Jahre 2003 durchschnittlich 1,7% betragen. Die erwartete vorübergehende Abweichung vom Ziel der Preisstabilität erklärt sich vor allem aus dem massiven Anstieg der Erdölpreise, aber auch aus der konjunkturellen Beschleunigung im Jahre 2000. Die Inflationsprognose basiert auf der Erwartung, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Jahren 2001 und 2002 auf 2,2% bzw. 1,6% verlangsamen wird. Dabei kommt der Konjunktorentwicklung im Ausland, insbesondere in den USA und in Europa, eine Schlüsselrolle zu. Die Nationalbank ging davon aus, dass die Auftriebskräfte in den USA nachlassen und auch der Aufschwung in Europa an Dynamik verlieren dürfte. Auch rechnete sie mit einem im Vergleich zum Jahre 2000 leicht höheren realen exportgewichteten Frankenkurs. Schliesslich nahm sie an, dass der Erdölpreis in den nächsten zwei bis drei Jahren wieder sinken werde.

Die Erfahrungen mit dem angepassten geldpolitischen Konzept waren positiv. Die Verpflichtung, regelmässig eine Inflationsprognose zu erstellen, förderte den geldpolitischen Meinungsaustausch und spornte zu einer breit angelegten Analyse aller für die künftige Preisentwicklung massgebenden Faktoren an. Für die Prognose der Inflation und des Realwachstums kamen verschiedene Verfahren zur Anwendung. Die Ergebnisse wurden intern diskutiert und flossen anschliessend in eine Konsensprognose ein. Die mit der Veröffentlichung der Inflationsprognose verbundene erhöhte Transparenz der Geldpolitik wurde von den Finanzmärkten positiv aufgenommen. Begrusst wurde insbesondere die breite Abstützung der Entscheidungsfindung auf alle massgebenden Indikatoren. Die Nationalbank ist bestrebt, die Analysen, die der Inflationsprognose zugrunde liegen, soweit als möglich offen zu legen. Sie plant deshalb die Veröffentlichung verschiedener Studien, die vermehrt Aufschluss über ihre Prognosetätigkeit geben.

Im operativen Bereich erwies sich der Dreimonate-Libor als zweckmässige Zielvariable. Nach kurzer Anpassungszeit waren das Zielband sowie der Libor als Referenzzinssatz in der geldpolitischen Diskussion verankert. Auch gelang es insgesamt gut, den Libor über Repo-Geschäfte mit kurzen Laufzeiten auf das jeweils angestrebte Niveau zu steuern und dort zu halten. Dies gilt auch für das erste Halbjahr, als die Nationalbank das Zielband in kurzen Abständen heraufsetzte. Wesentlich zur positiven Bilanz der Zinssteuerung trug die vollautomatische Handels- und Abwicklungsplattform für Repo-Geschäfte bei, die ein Höchstmass an operativer Flexibilität erlaubte.

Gute Erfahrungen mit dem angepassten geldpolitischen Konzept...

... auch auf operativer Ebene