



# 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, d. h. Inflation sowie 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 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 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. 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. Dadurch berücksichtigt sie die Konjunkturlage und fördert eine ausgeglichene Entwicklung der Wirtschaft.

**Berücksichtigung der Konjunkturlage**

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 Dreimonats-Libor (London interbank offered rate), ein operationelles Zielband fest.

**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 gab bis anhin jeweils in der Jahresmitte und am Jahresende eine Prognose über die Entwicklung der Inflation in den folgenden drei Jahren bekannt. Künftig wird sie nach jeder vierteljährlichen Lagebeurteilung eine solche Inflationsprognose veröffentlichen. Der Zeitraum von drei Jahren entspricht dem Zeitbedarf für die Übertragung geldpolitischer Impulse. Prognosen über einen so langen Horizont sind allerdings mit erheblichen Unsicherheiten

**Regelmässige Veröffentlichung einer Inflationsprognose**

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 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 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 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.

**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. 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 für den Dreimonats-Libor, den wirtschaftlich bedeutendsten Geldmarktsatz für Frankenanlagen, jeweils ein Zielband mit einer Breite von einem Prozentpunkt fest und publiziert dieses regelmässig. Die Nationalbank überprüft in der Regel ihre Geldpolitik anlässlich der vierteljährlichen Lagebeurteilung. Falls es die Umstände erfordern, passt sie das Zielband für den Dreimonats-Libor auch ausserhalb dieser Termine an. Sie begründet allfällige Änderungen.

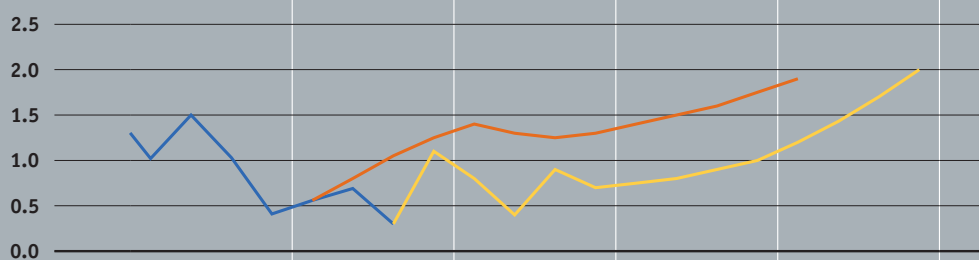
### Inflationsprognose

Inflation

Prognose Juni 2002  
(Dreimonats-Libor 1,25%)

Prognose Dezember 2002  
(Dreimonats-Libor 0,75%)

Veränderung des  
Landesindex der  
Konsumentenpreise  
gegenüber Vorjahr  
in Prozent.



## Steuerungstechnik

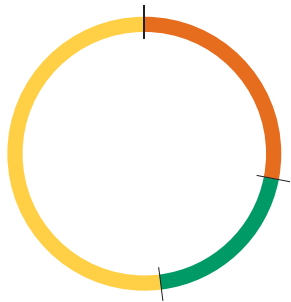
Die Nationalbank beeinflusst den Dreimonats-Libor hauptsächlich über kurzfristige Repo-Geschäfte, ihr wichtigstes geldpolitisches Instrument. Sie kann einen unerwünschten Anstieg des Dreimonats-Libors verhindern, indem sie den Banken mittels Repo-Geschäften vermehrt Liquidität zuführt und ihre Repo-Sätze 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 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 kaum 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 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 zusätzlich eine Kreditrisikoprämie. Zum anderen sind die Laufzeiten der Repo-Geschäfte meist kürzer als drei Monate und enthalten damit eine geringere Fristigkeitsprämie als der Dreimonats-Libor.

## Repo-Geschäft

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.



## Hinterlagen aus Repo-Geschäft in Prozent

Franken-Anleihen inländischer Schuldner 28

Franken-Anleihen ausländischer Schuldner 20

Euro Anleihen 52

Total: 27,9 Mrd. Franken.  
Ende 2002

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

Weitere geldpolitische Instrumente

### Instrumente der Geldmarktsteuerung in Mrd. Franken

	2001		2002	
	Bestand Durchschnitt	Umsatz	Bestand Durchschnitt	Umsatz
<b>Repo-Geschäfte (Liquiditätsschaffung)</b>	17,1	923,5	21,7	967,6
weniger als 1 Woche	1,1	250,4	0,8	213,5
1 Woche	9,3	482,0	8,5	445,6
2 Wochen	5,2	139,2	10,2	258,6
3 Wochen	0,9	16,0	1,7	36,6
übrige	0,7	36,0	0,5	13,3
<b>Repo-Geschäfte (Liquiditätsabschöpfung)</b>	0,0	12,4	0,0	0,5
weniger als 1 Woche	0,0	12,4	0,0	0,5
<b>Bundesanlagen</b>	4,9	72,8	5,9	66,3

Die Nationalbank stellt den Geschäftsbanken und der Post 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 neu eingeführten CLS-System (Continuous Linked Settlement) zu erleichtern. Die ausschliesslich während des Tages bereitgestellte 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.

Intraday-Liquidität zur Erleichterung des Zahlungsverkehrs

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 benützen.

Lombardkredit als kurzfristige Refinanzierungsquelle in Ausnahmefällen

## 2 Durchführung

### Ausgangslage

Im Dezember 2001 hatte die Nationalbank ihr Zinszielband für den Dreimonats-Libor auf 1,25%–2,25% gesenkt und eine Inflationsprognose mit der Annahme eines konstanten Zinssatzes von 1,75% veröffentlicht. Die Prognose deutete darauf hin, dass die Inflation in der Schweiz im Verlaufe des Jahres 2002 vorübergehend auf rund 0,5% fallen und anschliessend bis zum Ende des dreijährigen Prognosehorizonts schrittweise bis auf 1,5% steigen werde. Für das schweizerische Wirtschaftswachstum prognostizierte die Nationalbank eine Abschwächung von geschätzten 1,5% auf rund 1,0% im Jahre 2002. Die Nationalbank führte daher ihre expansive Geldpolitik vorerst fort, was unter anderem im starken Wachstum der Geldmenge  $M_3$  zum Ausdruck kam.

### Neubeurteilung infolge unerwartet schwachen Wirtschaftswachstums und starken Frankens

Im Laufe des Jahres machten vor allem zwei Faktoren mehrmals eine Neubeurteilung der Lage notwendig. Erstens zeigte sich immer deutlicher, dass sich der erwartete Aufschwung verzögern und das ursprünglich prognostizierte Wirtschaftswachstum von 1,0% nicht zu erreichen sein würde. Der zweite Faktor war die Höherbewertung des Frankens. Der Franken hatte sich bereits nach den Terroranschlägen in den USA vom 11. September 2001 nominal und real deutlich aufgewertet. Nachdem der Druck vorübergehend nachgelassen hatte, gewann der Franken im April sowie im Juli erneut leicht an Wert. Die Höherbewertung des Frankens hätte bei unverändertem Zinssatz wie eine restriktivere Geldpolitik gewirkt. Dies war vor dem Hintergrund des unerwartet schwachen Wirtschaftswachstums und der tiefen Teuerung unerwünscht.

### Senkung des Zielbandes im Mai und im Juli

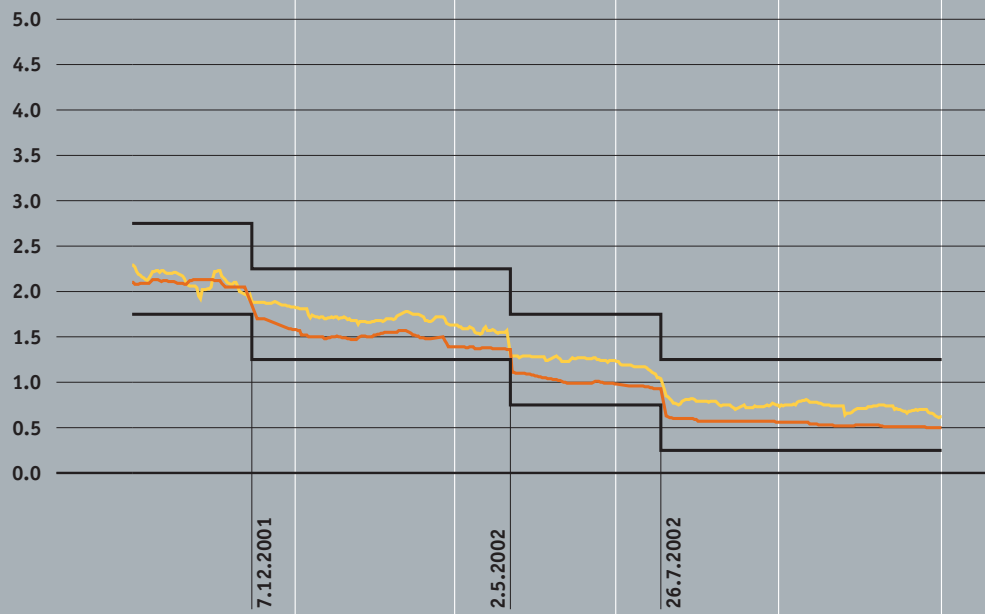
Die Nationalbank reagierte auf diese Entwicklungen mit einer Senkung des Zinszielbandes in zwei Schritten. Am 2. Mai senkte sie das Zielband um einen halben Prozentpunkt auf 0,75%–1,75%. Am 26. Juli nahm sie eine nochmalige Senkung um erneut einen halben Prozentpunkt auf 0,25%–1,25% vor. Das nachlassende Wirtschaftswachstum und die tiefe Teuerung von unter 1% boten Spielraum für diese insgesamt deutliche Zinsreduktion.

### Keine Veränderung des Zielbandes an den planmässigen Lagebeurteilungen

An den vierteljährlichen Lagebeurteilungen liess die Nationalbank das Zinszielband unverändert. Im März gab es noch keinen Grund für eine Änderung der Geldpolitik. Ausgehend von günstigen Konjunkturdaten aus den USA hatte sich die Stimmung sogar leicht verbessert, was sich auch in steigenden Aktienkursen niederschlug. Im Juni und September war zu berücksichtigen, dass das Zinszielband bereits zweimal, am 2. Mai bzw. am 26. Juli, gesenkt worden war. Es gab daher an diesen beiden vierteljährlichen Lagebeurteilungen kaum Anlass, zusätzliche Massnahmen zu treffen. Auch im Dezember liess die Nationalbank das Zielband unverändert. Sie führte ihre expansive Geldpolitik fort, um den erwarteten Aufschwung zu unterstützen.

### Geldmarktsätze

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

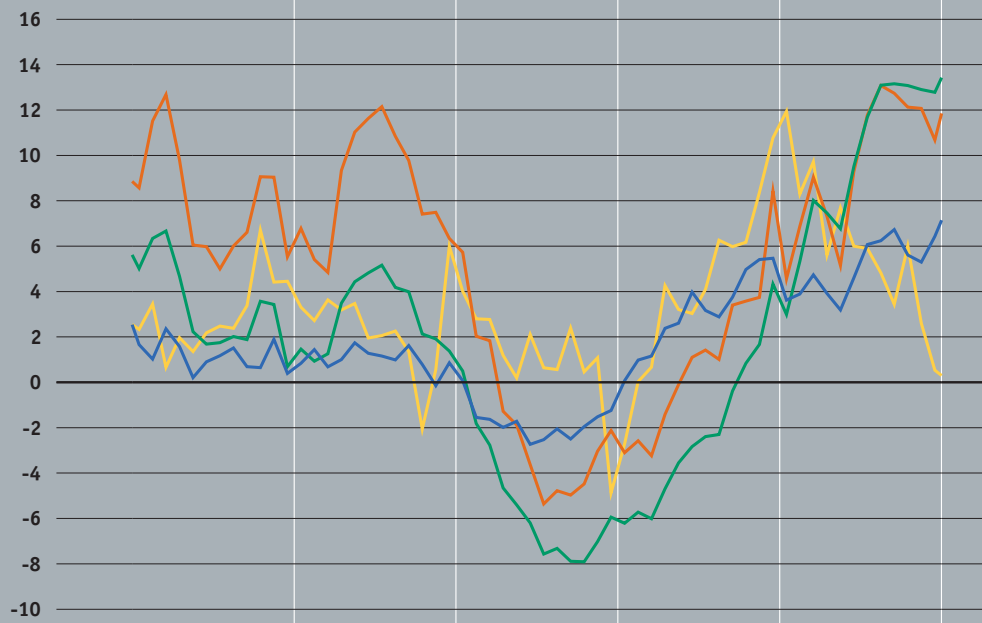




Die im Juni 2002 publizierte Inflationsprognose deutete darauf hin, dass die Teuerung bei einem unveränderten Dreimonats-Libor von 1,25% gegen Ende des Prognosehorizonts rasch und deutlich steigen würde. Einen ähnlichen Verlauf zeigte auch die im Dezember 2002 publizierte Inflationsprognose, die auf einem konstanten Dreimonats-Libor von 0,75% basiert. Beide Prognosen signalisierten somit, dass das tiefe Zinsniveau vorerst angemessen sei, längerfristig aber ohne Gefährdung der Preisstabilität nicht aufrechterhalten werden könne.

### Geldaggregate

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



### Geld- und Kapitalmarktsätze

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

