

# **Zehn Jahre Erfahrung mit der Steuerung der Zinssätze**

## **Bilanz des geldpolitischen Konzepts der SNB**

**Referat von**  
**Jean-Pierre Roth**  
**Präsident des Direktoriums**  
**der**  
**Schweizerischen Nationalbank**

**Universität Freiburg (Schweiz)**

**20. November 2009**

---

Der Referent dankt Romain Baeriswyl von der Forschungsabteilung der SNB für die wertvolle Unterstützung bei der Erstellung dieses Referats.

## **1. Geschichtlicher Überblick: von der Steuerung der Geldmenge zur Steuerung der Zinssätze**

Das System fester Wechselkurse ging 1973 zu Ende. Dadurch wurde das Handlungsumfeld der Schweizerischen Nationalbank (SNB) völlig verändert. Bis dahin war die Geldpolitik von Interventionen am Devisenmarkt bestimmt gewesen. Diese waren nötig, um die Parität des Schweizer Frankens zum Dollar zu gewährleisten. Die Inflation in der Schweiz hing weitgehend von Preiserhöhungen im Ausland ab. Im System flexibler Wechselkurse gab es diese Verbindung nicht mehr. So sah sich die SNB einem ganz neuen Auftrag gegenüber: die eigenständige Gewährleistung der Preisstabilität. Sie musste dazu unter Berücksichtigung des neuen Wechselkurssystems ein geldpolitisches Konzept definieren.

Angesichts der reichlichen Geldschöpfung und der raschen Preiserhöhungen wurde die geldpolitische Lehre damals von monetaristischen Ideen geprägt. Es erstaunt daher kaum, dass sich die SNB zunächst für ein Konzept entschied, das stark von den Ideen Milton Friedmans beeinflusst war. Das Konzept beruhte auf zwei Elementen: Einerseits besagt die Quantitätstheorie des Geldes, dass die Inflation ein vorwiegend monetäres Phänomen sei. Deshalb müsse die Geldmengensteuerung – über die Geldaggregate – eine zentrale strategische Rolle spielen und der Wirtschaft als nominale Verankerung dienen. Andererseits bestand die Überzeugung, dass eine zu aktive Geldpolitik unangebracht und schädlich sein könne, da die Mechanismen zur Übertragung der monetären Impulse auf die Realwirtschaft und die Preise mit unterschiedlicher Verzögerung wirkten.

Gestützt auf diese theoretischen Grundsätze führte die SNB 1975 eine Politik ein, die auf die Steuerung des Geldmengenwachstums abzielte. Sie verstand es, ihre Politik pragmatisch an die Umstände und technischen Neuerungen anzupassen, welche die Geldnachfrage beeinflussten. Zu Beginn definierte die SNB ein jährliches Wachstumsziel für das Aggregat M1<sup>1</sup>. Starke Turbulenzen am Devisenmarkt zwangen die SNB jedoch in den Jahren 1978 und 1979, dieses Ziel vorübergehend aufzugeben, um der Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken. Als das Aggregat M1 nicht mehr genügend aussagekräftig war, ging die SNB dazu über, sich an einem Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge zu orientieren<sup>2</sup>. Doch die Nachfrage nach Notenbankgeld unterlag zunehmenden Schwankungen, hervorgerufen durch bedeutende technische Neuerungen und einer Verhaltensänderung der Geschäftsbanken und der privaten Haushalte. Diese Entwicklung veranlasste die SNB 1991, ihr operationelles monetäres Ziel auf mehrere Jahre auszudehnen und so ihre Flexibilität zu erhöhen. Ab 1997 peilte sie dann das am breitesten gefasste Geldaggregat (M3) an, um die Auswirkungen der Umschichtungen zwischen verschiedenen Geldformen zu verringern. Auch diese Anpassung brachte indes keine befriedigenden Resultate: Die Preisstabilität war zwar gewährleistet, aber die Geldaggregate konnten nicht mehr richtig gesteuert werden.

<sup>1</sup> Die Geldmenge M1 beinhaltet den Bargeldumlauf und die nicht von Banken gehaltenen Sichteinlagen bei den Geschäftsbanken.

<sup>2</sup> Die Notenbankgeldmenge umfasst den Notenumlauf und die Giro Guthaben der Geschäftsbanken bei der SNB.

20. November 2009

3

Im November 1998 beauftragte das Direktorium der SNB eine Arbeitsgruppe mit der Revision des geldpolitischen Konzepts. Die Gruppe kam zum Schluss, dass eine einfache Überarbeitung des bestehenden Konzepts nutzlos wäre. Nötig sei vielmehr ein völlig neuer Ansatz, welcher sowohl die von der SNB gemachten Erfahrungen wie auch die neusten wirtschaftstheoretischen Erkenntnisse berücksichtige. So entstand das Konzept, das nun seit Dezember 1999 angewendet wird.

## **2. Hauptmerkmale des aktuellen Konzepts**

Die Neugestaltung des Konzepts im Dezember 1999 war die bedeutendste geldpolitische Änderung seit der Einführung des Systems flexibler Wechselkurse im Jahr 1973. Das wichtigste Ziel der Geldpolitik ist nach wie vor die Gewährleistung der Preisstabilität, womit die Kontinuität im Vergleich zum vorhergehenden Konzept der Geldmengensteuerung gewahrt bleibt. Der neue Ansatz fusst jedoch auf einer rationaleren und breiteren Analyse.

Das neue Konzept beruht auf drei Pfeilern: (i) einer expliziten Definition der Preisstabilität als langfristigem Anker, (ii) einer Inflationsprognose als Hauptindikator für den geldpolitischen Entscheid und (iii) einem Zielband für den Dreimonats-Libor als operationellem Ziel bei der Umsetzung der Geldpolitik.

Die drei genannten Pfeiler werden im Folgenden detailliert beschrieben.

### **Erster Pfeiler: Explizite Definition der Preisstabilität als langfristiger Anker**

Als die SNB von einem Wachstumsziel für die Geldmenge abrückte, verzichtete sie zugleich auch auf die Vorstellung der "normalen Teuerungsrate", die systematisch in die Berechnung des monetären Wachstumsziels eingeflossen war. Sie musste nun den Begriff der Preisstabilität genau definieren, um dem Markt und der Öffentlichkeit einen Anhaltspunkt für die längerfristige Ausrichtung ihrer Geldpolitik zu geben. Die explizite Definition der Preisstabilität dient nicht nur der Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen und der nominalen Entwicklung bestimmter ökonomischer Variablen, sondern ermöglicht es auch, den Erfolg der Geldpolitik zu messen.

Die SNB setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise zwischen 0% bis 2% pro Jahr gleich. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken zieht sie eine Schwankungsbreite einem präzisen Inflationszielwert vor, denn die Mechanismen, mit denen geldpolitische Massnahmen auf die Preise übertragen werden, sind mit Unsicherheiten behaftet. Ein präzises Inflationsniveau halten zu wollen, ist nicht realistisch und würde einen übertriebenen monetären Aktivismus erforderlich machen.

Eine weitere Besonderheit der SNB-Definition der Preisstabilität besteht darin, dass sie sich zwar auf den Konsumentenpreisindex bezieht, aber die Preise bestimmter Komponenten, wie zum Beispiel des Erdöls, nicht ausschliesst. Nach Ansicht der SNB muss die Preisstabilität anhand eines Indexes bestimmt werden, der alle für die Konsumenten relevanten Güter und Dienstleistungen enthält und nicht einzelne Komponenten willkürlich

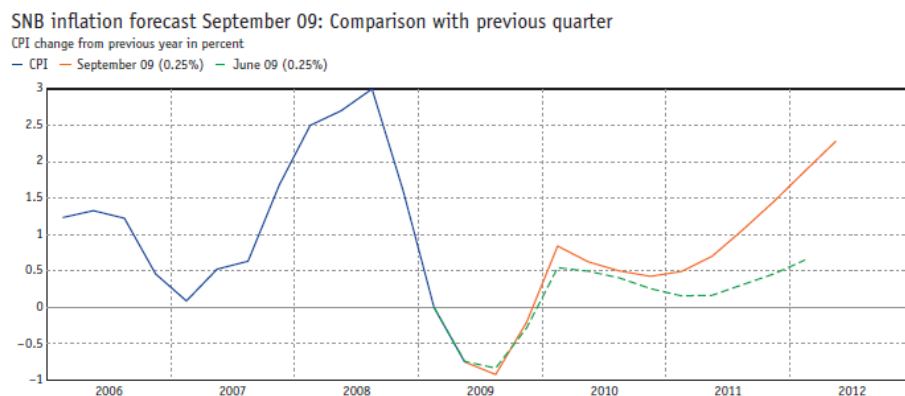
20. November 2009

4

ausschliesst. Die so gemessene Inflation unterliegt dadurch einer erhöhten Volatilität, die durch die Preisschwankungen bestimmter Güter entsteht. Die Kerninflation hingegen zeigt keine derartigen Schwankungen. Es leuchtet damit auch ein, dass die Inflation von der mit Preisstabilität gleichgesetzten Bandbreite zwar kurzfristig abweichen kann, die Preisstabilität aber nicht gefährdet ist, solange die Inflation mittelfristig wieder zwischen 0% und 2% zu liegen kommt.

## Zweiter Pfeiler: Inflationsprognose als Hauptindikator

Da es bis zu drei Jahre dauern kann, bis ein monetärer Impuls seine Wirkung auf Konjunktur und Preise entfaltet, muss die SNB ihre geldpolitischen Entscheide aufgrund von Prognosen über die zukünftige Inflation und nicht aufgrund der unmittelbaren Ereignisse treffen. Die Entwicklung der Geldaggregate, die im früheren Konzept massgebend war, konnte als eine Art grobe Inflationsprognose betrachtet werden. Die Erfahrung hat aber gezeigt, dass es schwierig ist, die Geldpolitik nur auf eine Variable abzustützen. So war es nötig, für die Inflationsprognose eine breitere Basis zu schaffen und zusätzliche Informationen zu berücksichtigen. Die SNB erstellt die Inflationsprognose aufgrund verschiedener makroökonomischer Modelle und einzelner Indikatoren wie der Geldmengenentwicklung, der Entwicklung der Kredite, der Wechselkurse und des Liquiditätsüberhangs. All diese Informationen werden zu einer Synthese zusammengefasst und führen schliesslich zu einer Konsensprognose. Die Bedeutung und die Gewichtung der Modelle sind je nach Prognosehorizont verschieden und können im Laufe der Zeit Änderungen erfahren.



Grafik 1: Inflationsprognose der SNB

Für ihre Prognose geht die SNB davon aus, dass der dreimonatige Zinssatz über den ganzen Prognosezeitraum konstant bleibt. Eine solche Annahme ist natürlich unrealistisch, doch sie erlaubt es, die langfristigen Auswirkungen der zum Zeitpunkt der Prognoseerstellung praktizierten Geldpolitik wiederzugeben. Die Inflationsentwicklung gibt somit einen Hinweis darauf, wie die Geldpolitik anzupassen ist, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Weicht die prognostizierte Inflation dauerhaft vom Bereich ab, den

20. November 2009

5

die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt, drängt sich eine Anpassung der Geldpolitik auf. Zinsentscheide werden jedoch nicht automatisch gefällt; vielmehr ist das wirtschaftliche Umfeld ausschlaggebend für die Zeitspanne, in der die SNB ihre Zinssätze anpasst.

Die Inflationsprognose ist nicht nur eine Hilfe im Hinblick auf den geldpolitischen Entscheid, sondern auch ein wichtiges Element der Kommunikationspolitik der SNB. Die Prognose hängt eng zusammen mit der vierteljährlichen Beurteilung der wirtschaftlichen und monetären Lage und wird jeweils zum Zeitpunkt dieser Lagebeurteilung veröffentlicht. Aus den gemachten Angaben können die Marktteilnehmer dann die voraussichtliche Ausrichtung der Geldpolitik abschätzen und Erwartungen über die Zinsentwicklung bilden.

### **Dritter Pfeiler: Zielband für den Dreimonats-Libor als operationelles Ziel**

Zur Umsetzung ihrer Geldpolitik legt die SNB als operationelles Ziel eine Schwankungsbreite für den Dreimonats-Libor (London Interbank Offered Rate) in Schweizer Franken fest. Die Breite des Zielbandes beträgt normalerweise hundert Basispunkte. Zusätzlich wird bekannt gegeben, welcher Bereich innerhalb des Zielbandes angestrebt wird. Das Zielband für den Dreimonats-Libor und das angestrebte Niveau stellen den geldpolitischen Entscheid dar.

Eine Besonderheit des operationellen Ziels besteht darin, dass die SNB den Dreimonats-Libor für Anlagen in Schweizer Franken nicht direkt steuern kann. Der Libor ist ein Referenzzinssatz, der täglich von der British Bankers' Association in London festgelegt wird. Er stellt den von einer erstklassigen Bank bezahlten Preis für einen ungedeckten Kredit dar. Im Libor widerspiegeln sich demnach die am Geldmarkt herrschenden Kräfte, die Liquidität des Geldmarktes und die Beurteilung des Kreditrisikos am Interbankenmarkt.

Die SNB beeinflusst den Libor über die Kredite, die sie den Geschäftsbanken in Form von sogenannten Pensionsgeschäften oder Repos (Repurchase Agreements) zur Verfügung stellt. Zwischen dem operationellen Ziel – dem Libor – und den Repos als SNB-Instrumentarium gibt es zwei grundlegende Unterschiede: Erstens geht es bei den Repo-Geschäften um durch hochwertige Effekten gedeckte Kredite und beim Libor um den Preis ungedeckter Kredite. Ein erhöhtes Kreditrisiko der Banken hat demnach unterschiedliche Auswirkungen auf den Libor und den Repo-Satz. Zweitens weisen die Repo-Geschäfte, welche die SNB mit den Geschäftsbanken abschliesst, meistens eine sehr kurze Laufzeit auf (einen Tag bis drei Wochen), während sich der Libor, den die SNB zu beeinflussen versucht, auf eine Laufzeit von drei Monaten bezieht.

Für eine Zentralbank ist die Wahl des operationellen Ziels ein Dilemma. Einerseits versucht sie, die langfristigen Zinsen zu beeinflussen, da diese für die wirtschaftliche Entwicklung massgebend sind. Andererseits kann die Zentralbank nur die ganz kurzfristigen Zinsen mittels Repos direkt beeinflussen. Die meisten Zentralbanken definieren denn auch ihre Geldpolitik über die Festlegung eines sehr kurzfristigen Zinssatzes als operationelles Ziel. Die SNB hingegen schlägt mit dem Dreimonats-Libor einen etwas anderen Weg ein. Die Erfahrung zeigt, dass der Dreimonats-Libor ohne grosse Schwierigkeiten gesteuert werden kann, was im Folgenden noch genauer dargelegt wird.

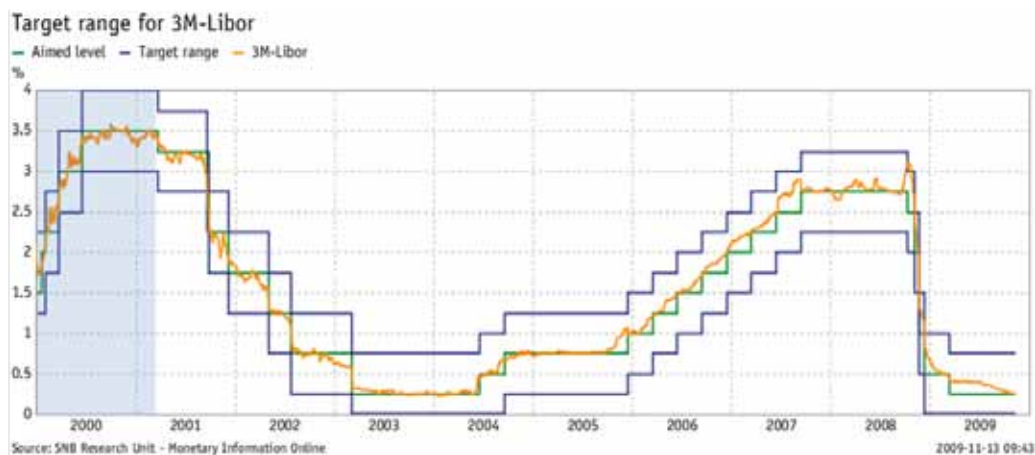
### 3. Hauptphasen der Geldpolitik seit der Einführung des aktuellen Konzepts

Das aktuelle geldpolitische Konzept wurde vor zehn Jahren eingeführt. Seither lassen sich vier Phasen der Geldpolitik unterscheiden.

#### Erste Phase: Straffung der Geldpolitik – Ende 1999 bis Frühjahr 2001

Bei der Einführung des geldpolitischen Konzepts im Dezember 1999 legte die SNB für den Dreimonats-Libor ein Zielband von 1,25%–2,25% fest und stellte für das folgende Jahr eine leichte Straffung der Geldpolitik in Aussicht. Die ursprüngliche Festlegung des Zielbands war heikel, da die SNB auf keine Erfahrungs- oder Referenzwerte zurückgreifen konnte. Ab Januar 2000 zeichnete sich ab, dass der Konjunkturaufschwung in der Schweiz infolge der stark anziehenden internationalen Konjunktur und der relativen Schwäche des Frankens deutlich kräftiger ausfallen würde als erwartet. Die SNB liess es deshalb zu, dass sich der Libor im oberen Bereich des Zielbands bewegte, bevor sie im Februar – also noch vor der ersten vorgesehenen Lagebeurteilung – das Zielband um einen halben Prozentpunkt anhub. Angesichts der höheren Inflationserwartungen und des beschleunigten Wirtschaftswachstums setzte sie an den Lagebeurteilungen vom März und Juni 2000 das Zielband des Libors um 75 bzw. 50 Basispunkte herauf.

So wurde das geldpolitische Konzept bereits in den ersten sechs Monaten nach seiner Einführung einer Bewährungsprobe ausgesetzt, da die SNB das Zielband des Libors in diesem Zeitraum in drei Schritten um insgesamt 175 Basispunkte anheben musste. Diese Straffung wirkte dem unerwarteten Anstieg der Inflation entgegen und sendete ein klares Signal an die Märkte, dass die SNB eine von der Europäischen Zentralbank unabhängige Geldpolitik zu führen gedachte. Die SNB stellte mit Zufriedenheit fest, dass die Umsetzung der Geldpolitik keine besonderen Probleme aufwarf und dass der Dreimonats-Libor auf dem gewünschten Niveau stabilisiert werden konnte.



Grafik 2: Zielband des Libors; erste geldpolitische Phase

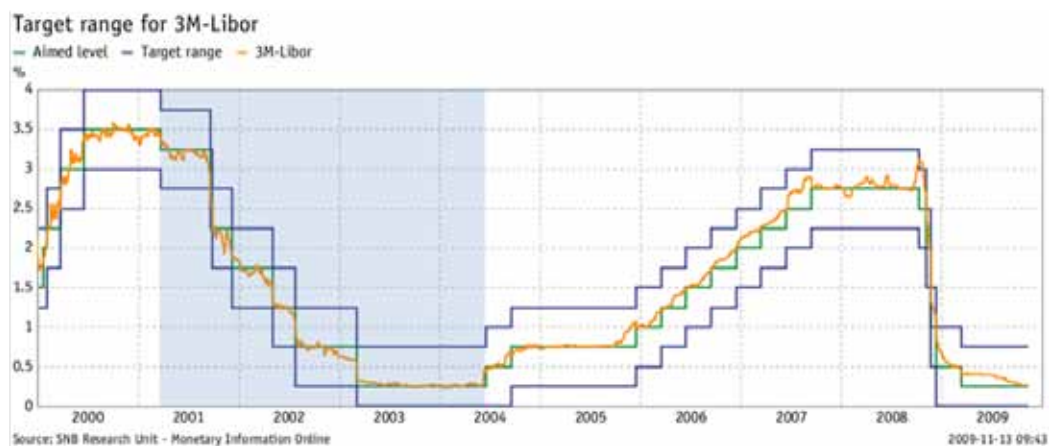
20. November 2009

7

## Zweite Phase: Lockerung der Geldpolitik und tiefe Zinsen – Frühjahr 2001 bis Mitte 2004

Die zweite Phase wurde von verschiedenen Schocks geprägt, die sich ungünstig auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirkten und die Geldpolitik vor grosse Herausforderungen stellten. Im Laufe des ersten Quartals 2001 nahmen die konjunkturellen Risiken deutlich zu. Dies war die Folge der ausgeprägten und unerwarteten Konjunkturabkühlung in den USA, der geplatzten Börsenblase und der Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität in Asien. Im September 2001 verstärkten die Terroranschläge die Unsicherheit an den Finanzmärkten und setzten den Schweizer Franken unter Aufwertungsdruck. Anfang 2003 verschlechterte sich die Wirtschaftslage weiter, sodass eine Deflation in den USA und Europa befürchtet werden musste. Der Irakkrieg verstärkte diese Unsicherheiten.

Die SNB reagierte auf diese Schocks, indem sie zwischen März 2001 und März 2003 das Zielband für den Libor rasch und entschlossen in sechs Schritten um insgesamt 325 Basispunkte senkte. Das neue Zielband von 0%–0,75% wurde bis Juni 2004 beibehalten, wobei die SNB ein Zinsniveau von 0,25% anpeilte. Die SNB schaffte es in einer für die Schweizer Wirtschaft äusserst heiklen Situation, den Aufwertungsdruck auf den Franken zu bremsen, ohne die Preisstabilität zu gefährden.



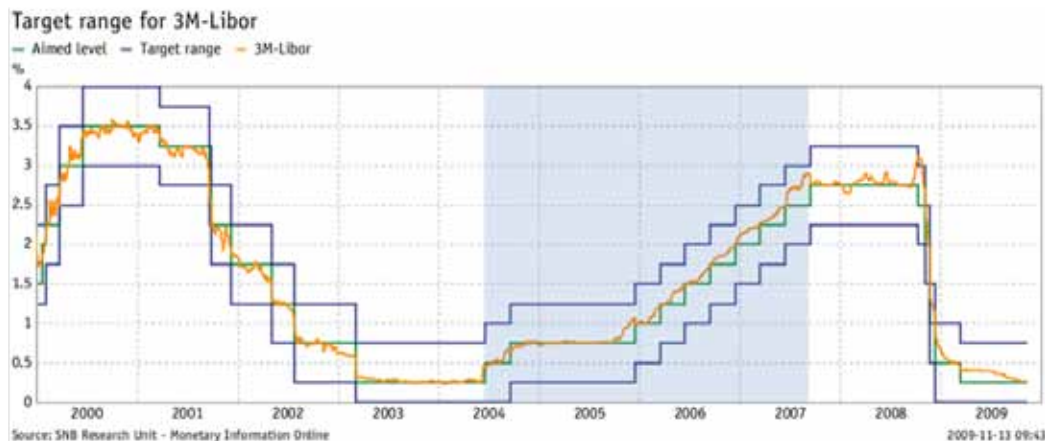
Grafik 3: Zielband des Libors; zweite geldpolitische Phase

## Dritte Phase: Schrittweise Normalisierung – Mitte 2004 bis Herbst 2007

Als das Deflationsrisiko abnahm, konnte diese stark expansive Geldpolitik nicht weitergeführt werden. Ab Juni 2004 leitete die SNB die schrittweise Normalisierung der Geldpolitik ein. 2004 erhöhte sie das Zielband des Libors zweimal und liess es dann während rund fünf Quartalen unverändert, da sich in der Schweiz die wirtschaftliche Erholung verlangsamte und der Inflationsdruck nachliess. Im zweiten Halbjahr 2005 nahm die SNB die Normalisierung der Geldpolitik aufgrund vermehrter Anzeichen einer kräftigeren Konjunkturerholung und eines erneuten Anstiegs des Inflationsrisikos wieder auf. In den folgenden acht Quartalen bis September 2007 passte die SNB das Zielband des Libors schrittweise an um zu verhindern, dass der Konjunkturaufschwung die mittelfristige

Preisstabilität gefährden würde. Im September 2007 hatte das angestrebte Niveau für den Libor 2,75% erreicht.

In dieser dritten Phase normalisierte die SNB ihre – inzwischen bereits expansiv gewordene – Geldpolitik, ohne dadurch den Wirtschaftsaufschwung zu gefährden. Der Handlungsspielraum war ausreichend, sodass die SNB den Normalisierungsprozess angesichts der Konjunkturschwäche im Frühjahr 2005 zeitweilig unterbrechen konnte, obschon die Prognosen mittelfristig ein Inflationsrisiko anzeigten. Mit ihrer sorgfältigen Informationspolitik und ihrem konsequenten Einschreiten am Geldmarkt überzeugte die SNB die Märkte, dass sie gewillt war, die monetären Rahmenbedingungen pragmatisch, aber entschieden anzupassen, um die mittelfristige Preisstabilität zu gewährleisten. Die Märkte verstanden die Strategie der SNB, und die Dreimonatssätze entwickelten sich stets im Sinne der von der SNB angekündigten Politik.



Grafik 4: Zielband des Libors; dritte geldpolitische Phase

#### **Vierte Phase: Reaktion auf die Finanzkrise – ab Herbst 2007**

Anfang 2007 platzte die Spekulationsblase am US-Immobilienmarkt. Die Turbulenzen erfassten den gesamten Bankensektor und lösten im September 2007 eine globale Krise an den Finanzmärkten aus. Der Vertrauensverlust zwischen den grossen Bankinstituten führte zu einer deutlichen Beeinträchtigung der Funktionsweise des Interbankenmarkts, auf dem sich die Banken täglich gegenseitig Liquidität in Form ungesicherter Kredite zur Verfügung stellen. Die Krise führte zu einer verstärkten Wahrnehmung des Bankenrisikos und in der Folge zu einer markanten Erhöhung der Kreditzinsspannen (Credit Spreads). Dadurch kam es zu einem unwillkommenen Anstieg des Libors. Die Finanzkrise verursachte somit geldpolitische Probleme. In einer ersten Phase blieb die Schweizer Wirtschaft von der Krise verschont und der Teuerungsdruck erhöhte sich insbesondere aufgrund ansteigender Erdölpreise.

Der Druck auf den Libor infolge der hohen Risikoprämien führte zu einer künstlichen Straffung der Geldpolitik. Um diesem Druck entgegenzuwirken und den geldpolitischen Kurs unverändert beizubehalten, lockerte die SNB zügig die Bedingungen für Repo-



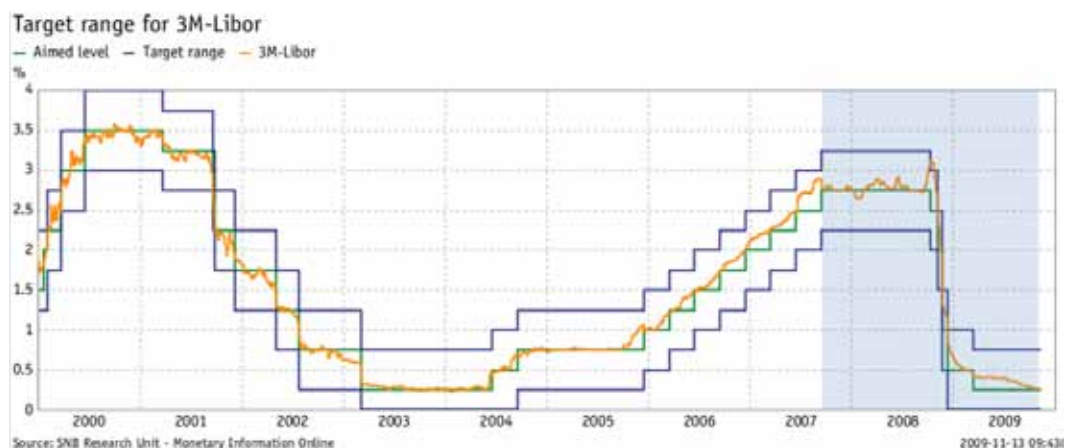
20. November 2009

9

Geschäfte und verlängerte deren Laufzeit auf bis zu drei Monate. Damit führte sie dem Markt dort Liquidität zu, wo die Nachfrage am stärksten war. So konnte der Dreimonats-Libor während der ersten Phase der Krise zwischen September 2007 und September 2008 relativ stabil gehalten werden. Die Geldpolitik der SNB schützte den Schweizer Kreditmarkt vor den Turbulenzen, die von den Störungen an den internationalen Märkten ausgingen.

Mit dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 sowie der plötzlichen Verschlechterung der Konjunktur nahm die Finanzkrise eine alarmierende Wende. Im zweiten Halbjahr 2008 fiel die Schweizer Wirtschaft in eine tiefe Rezession und der Inflationsdruck gab nach. Im Finanzsektor stiegen die bereits hohen Kreditrisikoprämien an und schwappen auf andere Wirtschaftssektoren über. Die internationalen Aktienmärkte verzeichneten erneut massive Verluste, nachdem sie bereits ab September 2007 grosse Einbussen erlitten hatten. Gleichzeitig geriet der Schweizer Franken aufgrund seiner Rolle als Fluchtwährung unter starken Aufwertungsdruck.

Die SNB reagierte auf diese dramatische Verschlechterung der Wirtschaftslage, indem sie das Zielband für den Libor zwischen September und Dezember 2008 in fünf Schritten um insgesamt 225 Basispunkte herabsetzte und den Referenzsatz somit auf 0,50% senkte. Die Umsetzung dieser Strategie erforderte eine starke Liquiditätszufuhr auf dem Interbankenmarkt. Dank der hohen Glaubwürdigkeit ihrer Massnahmen konnte die SNB den Libor senken, obwohl die Risikoprämien an den internationalen Märkten auf hohem Niveau verharrten. Mit der Herabsetzung des Libors wurden die monetären Bedingungen in der Schweiz gelockert und der Konjunkturabschwung abgefedert.



Grafik 5: Zielband des Libors; vierte geldpolitische Phase

Im März 2009 stellte die SNB fest, dass sich die Wirtschaftsaussichten weiter verschlechterten und dass sich der Franken kontinuierlich aufwertete, wodurch die ergriffenen Massnahmen zur geldpolitischen Lockerung neutralisiert wurden. Die Inflationsprognose der SNB zeigte sogar das Risiko eines anhaltenden Preiserückgangs während der nächsten drei Jahre an. Vor diesem Hintergrund entschied die SNB, die Geldpolitik erneut zu lockern. Sie senkte das Zielband für den Libor nochmals und

intervenierte gleichzeitig am Devisenmarkt, um einer neuerlichen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entgegenzuwirken. Die Intervention am Devisenmarkt, mit der die SNB ein für sie neues Terrain beschritt, war die einzig mögliche Massnahme zur Gewährleistung einer expansiven Geldpolitik, wie sie die Situation erforderte. Ausserdem verlängerte die SNB die Laufzeiten ihrer Repo-Geschäfte auf bis zu ein Jahr, um die Wirkung auf die Zinssätze zu verbessern, und kaufte als zusätzliche Massnahme von privaten Schuldern emittierte Frankenobligationen. Dieses Vorgehen war erfolgreich: Die SNB konnte die Frankenliquidität steigern, die Risikoprämien auf dem Kapitalmarkt senken und eine übermässige Aufwertung des Schweizer Frankens verhindern.

#### **4. Beurteilung des Konzepts**

Die SNB hat den Auftrag, die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen und die Preisstabilität zu gewährleisten, wobei sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen hat<sup>3</sup>. Darüber hinaus soll sie, soweit es die Anforderungen bezüglich Preisstabilität erlauben, zur Stabilität des Finanzsystems beitragen<sup>4</sup>. Dank dem seit Ende 1999 angewendeten geldpolitischen Konzept konnte die SNB ihre Aufgaben bisher erfolgreich bewältigen. Dieser Erfolg ist umso bemerkenswerter, als das vergangene Jahrzehnt von starken internationalen Turbulenzen und von grossen geldpolitischen Herausforderungen gekennzeichnet war, die insbesondere auf die jüngste Finanzkrise zurückzuführen sind.

#### **Gewährleistete Preisstabilität**

Die Bilanz des geldpolitischen Konzepts ist bezüglich Preisstabilität ausgezeichnet: Im Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2009 beträgt die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Inflation nur etwas mehr als 1%. Damit liegt sie etwa in der Mitte des Bereichs, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Wenn man bedenkt, dass es zwei bis drei Jahre dauert, bis sich ein geldpolitischer Impuls auf das Preisniveau auswirkt, kann man ohne Weiteres sagen, dass das Konzept sich in seiner zehnjährigen Existenz bewährt und der SNB erlaubt hat, ihren wichtigsten Auftrag, nämlich die Gewährleistung der Preisstabilität, zu erfüllen. Doch der Erfolg kann nicht allein dem Konzept zugeschrieben werden, denn Preisstabilität herrscht in der Schweiz bereits seit 1994. Das neue Konzept hat dadurch bei seiner Einführung von äusserst günstigen Umständen profitiert, indem die SNB bereits über ein hohes Mass an Glaubwürdigkeit verfügte und die Inflationserwartungen gut verankert waren.

Die Grafik 6 zeigt, dass die Volatilität der Inflation ab 2008 zunahm. Die Inflation lag 2008 über und 2009 unter dem Bereich, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Die am LIK gemessene Inflation lag während eines Grossteils des Jahres 2008 über der 2%-Marke, wurde aber Anfang 2009 negativ. Diese ungewöhnliche Entwicklung hängt mit der

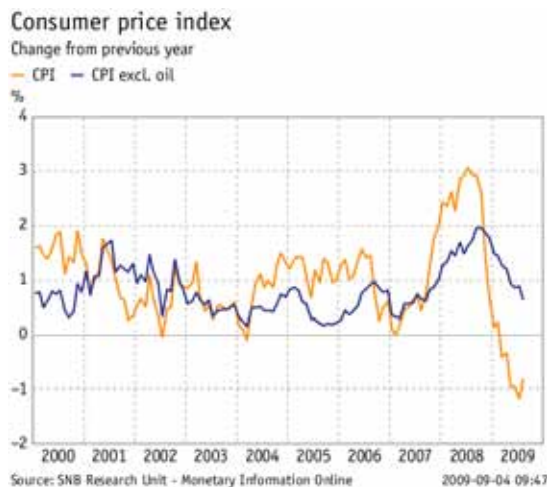
<sup>3</sup> Artikel 5 des Nationalbankgesetzes (NBG).

<sup>4</sup> Art. 5, Abs. 2, Bst. e NBG.

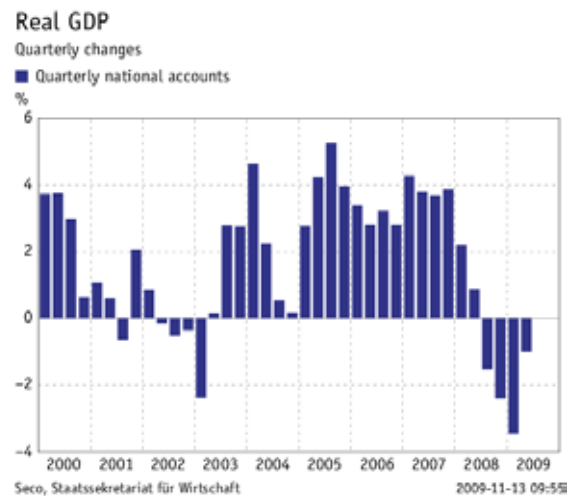
20. November 2009

11

ausserordentlichen Volatilität des Erdölpreises zusammen, der von 70 Franken pro Fass zu Beginn des Jahres 2007 auf über 140 Franken in der ersten Hälfte des Jahres 2008 kletterte, bevor er in der zweiten Hälfte desselben Jahres wieder auf das Niveau von 2007 fiel. Wie aus der Grafik 6 hervorgeht, lag die am LIK gemessene Inflation unter Ausschluss des Erdölpreises zu keiner Zeit ausserhalb jenes Bereichs, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Folglich sind die zu hohe Inflation im Jahr 2008 und die negative Teuerung im Jahr 2009 den Auf- und Abwärtsbewegungen des Erdölpreises zuzuschreiben.



Grafik 6: Teuerung gemäss LIK



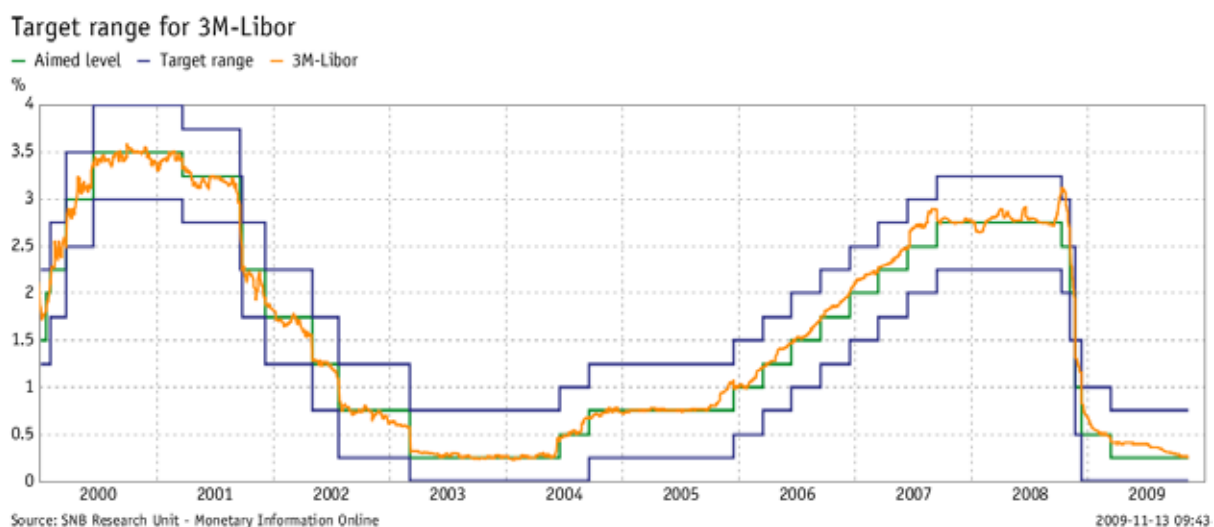
Grafik 7: Reales BIP-Wachstum

Aus der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur geht eindeutig hervor, dass der bedeutendste Beitrag einer Zentralbank zum Konjunkturaufschwung darin besteht, die Preisstabilität zu gewährleisten. Die Festlegung eines mittelfristigen Inflationsziels ermöglicht es der SNB, die Preisstabilität zu wahren und die nötige Flexibilität zu behalten. Dabei kann sie den ihr zustehenden Spielraum ausnützen, um die Konjunktur bei externen Schocks zu stützen. Die Grafik 7 zeigt, dass das Bruttoinlandprodukt (BIP) in den zehn Jahren seit der Einführung des aktuellen geldpolitischen Konzepts keinen grösseren Rückgang verzeichnet hat, ausgenommen in der jüngsten, etwas speziellen Krise. Die von der SNB geführte Geldpolitik kann also als erfolgreich im Sinne des Nationalbankgesetzes (Art. 5, Abs. 1) bezeichnet werden.

Zwei vom neuen Konzept unabhängige Faktoren haben höchstwahrscheinlich auch zum Erfolg der SNB-Geldpolitik beigetragen. Erstens haben die starke internationale Konkurrenz – eine Folge der zunehmenden Globalisierung – und die rasanten Fortschritte in der Informationstechnologie das Wachstum stimuliert und zugleich den Inflationsdruck verringert. Zweitens ist seit der Gründung der Europäischen Zentralbank die Geldpolitik eines Grossteils Europas entschieden auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtet, was das monetäre Umfeld auf dem Kontinent gestärkt und den Schweizer Franken vor ähnlichen Turbulenzen wie in den achtziger Jahren bewahrt hat.

## Effiziente Steuerung des Libors

Eine Besonderheit des von der SNB erfolgreich umgesetzten geldpolitischen Konzepts liegt darin, dass das operationelle Ziel – der Dreimonats-Libor in Schweizer Franken – nicht von der SNB, sondern vom Interbankenmarkt festgelegt wird. Die Wahl des Libors hat den Vorteil, dass es sich um einen aussagekräftigen Indikator für die Bedingungen am Geld- und Kreditmarkt handelt. Zahlreiche kommerzielle Zinssätze werden aufgrund des Libors festgelegt. Der Nachteil ist, dass die SNB ihr operationelles Ziel nur indirekt über Repo-Geschäfte, also über kurzfristige, mit Geschäftsbanken abgeschlossene Pensionsgeschäfte, beeinflussen kann.



Grafik 8: Dreimonats-Libor: Zielband, anvisiertes Niveau und Umsetzung

Die operationellen Qualitäten des geldpolitischen Konzepts sind zu beurteilen anhand der Fähigkeit der SNB, den Libor zu steuern. Aus der Grafik 8 kann geschlossen werden, dass die SNB diesbezüglich keine grossen Schwierigkeiten hatte. Der Erfolg der indirekten Steuerung über den Repo-Satz lässt sich zum grossen Teil mit dem guten Verständnis der Märkte für die von der SNB geführte Geldpolitik erklären. Die Repo-Geschäfte können den Dreimonats-Libor nur in dem Mass beeinflussen, als die Märkte die Geldpolitik der SNB korrekt antizipieren. Aus diesem Grund hat die SNB der Transparenz und Glaubwürdigkeit ihres Konzepts und ihrer Politik stets ganz besondere Aufmerksamkeit geschenkt. Nur so kann sie die Erwartungen der Märkte in der gewünschten Weise beeinflussen und den Libor entsprechend steuern. Stimmen die Markterwartungen mit der Politik der SNB überein, tragen sie dazu bei, den Libor zum angepeilten Ziel zu führen. In diesem Sinn können die Märkte sozusagen die Arbeit der Zentralbank erledigen.

Aus der Grafik 8 geht hervor, dass der Dreimonats-Libor fast ausnahmslos innerhalb des Zielbands verlief und sehr nahe bei der anvisierten Mitte des Zielbands lag. Befürchtungen, dass der Libor nicht mehr wie gewünscht gesteuert werden kann, kamen im Oktober 2008 auf, als sich die Finanzkrise zuspitzte. Zwei Wochen lang befand sich der Libor deutlich über dem Zielband. Grund dafür war insbesondere die hohe Nachfrage nach

20. November 2009

13

Liquidität in Schweizer Franken, die vom östlichen Europa ausging und die die SNB mit ihren normalen Instrumenten nicht abdecken konnte. In der Folge schloss die SNB mit der Europäischen Zentralbank sowie den Zentralbanken von Polen und Ungarn Swap-Abkommen ab, damit diese Institute ihren jeweiligen Märkten Frankenkredite gewähren konnten. Auf diese Weise erlangte die SNB die Kontrolle über die Situation zurück. Diese Fähigkeit, den Libor zu steuern, zeugt vom guten Verständnis der Finanzmärkte für das geldpolitische Konzept der SNB und vom Erfolg der SNB bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik.

### Bessere Berücksichtigung des Wechselkurses

Die Wirtschaft der Schweiz ist sehr offen und ihr Finanzplatz ist eng mit dem Ausland verflochten. Aus diesem Grund war die SNB immer gezwungen, Wechselkursüberlegungen bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik zu berücksichtigen. Ein eigentliches Wechselkursziel verfolgte sie aber nicht. Die Erfahrung aus den vorhergehenden Jahrzehnten hatte gezeigt, dass die Steuerung der Geldaggregate und die Entwicklung der Wechselkurse in Konflikt stehen können.

Nominal exchange rates (CHF per foreign currency)



Grafik 9: Entwicklung der Wechselkurse

Zwei Mechanismen des SNB-Konzepts erlauben es, die Entwicklung am Devisenmarkt besser zu berücksichtigen. Erstens fließt der Kurs des Schweizer Frankens in die Inflationsprognose ein. Eine Aufwertung des Frankens führt zu einem Rückgang der künftigen Inflation und bietet Spielraum für Zinssenkungen. Umgekehrt erhöht eine Abwertung des Frankens das Inflationsrisiko und macht Zinserhöhungen wahrscheinlicher. Die Entwicklung der Wechselkurse wirkt sich also direkt auf die Beurteilungskriterien aus, die im Hinblick auf den geldpolitischen Entscheid verwendet werden. Zweitens bietet das Zielband für den Dreimonats-Libor der SNB einen gewissen Spielraum, um gegebenenfalls auf Spannungen am Devisenmarkt reagieren zu können. Hätte die SNB als operationelles

20. November 2009

14

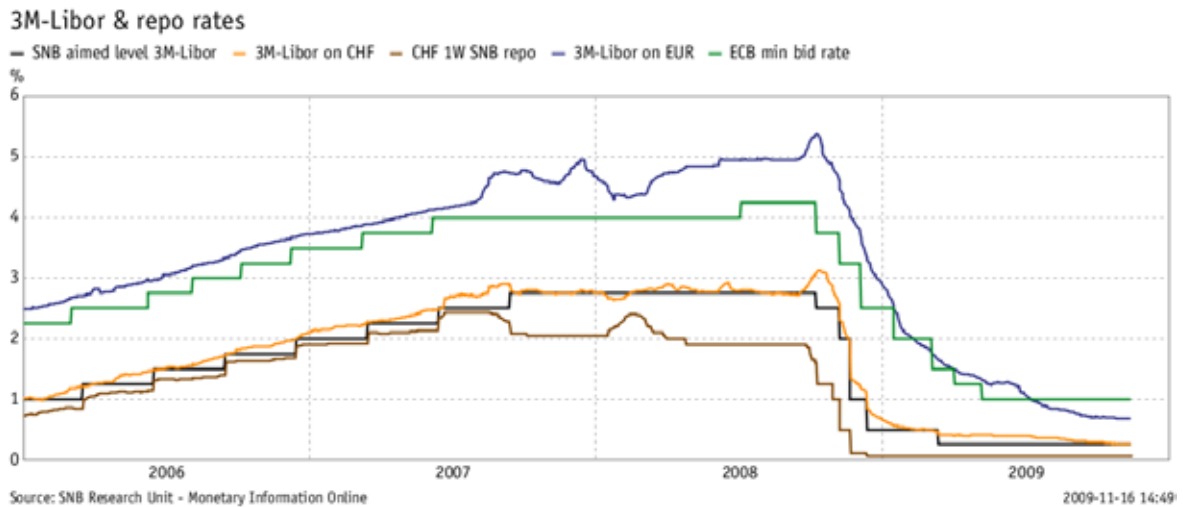
Ziel einen kurzfristigen Zinssatz (z. B. den Repo-Satz) gewählt, so wäre ihr eine derartige Flexibilität nicht möglich gewesen, denn jede Abweichung vom Referenzsatz wäre als Änderung der Geldpolitik interpretiert worden. Dazu muss jedoch bemerkt werden, dass die Flexibilität in den zehn Jahren seit der Einführung des aktuellen Konzepts nicht wirklich ausgenutzt wurde. Die SNB hat nämlich nie versucht, den Libor in den oberen oder unteren Bereich des Zielbandes zu lenken. Gegenüber derartiger Feinsteuerung ist sie eher abgeneigt. Bei grösseren Turbulenzen am Devisenmarkt zieht die SNB eine Verschiebung des ganzen Zielbands einer Verlagerung des Libors innerhalb des Zielbands vor. Eine Anhebung oder Senkung des Zielbands hat den Vorteil, dass sie leicht erklärt werden kann, eine Verlagerung innerhalb des Zielbands hingegen ist zu subtil, als dass sie eine bedeutende psychologische Wirkung auf die Märkte hätte.

### **Kluge Wahl des operationellen Ziels**

Als Ende der neunziger Jahre das aktuelle Konzept erarbeitet wurde, gab die Wahl des operationellen Ziels intern viel zu diskutieren. Die SNB hatte zwei Möglichkeiten: einen "Leitzins", wie sie ihn für die kurzfristigen im Rahmen der Repo-Geschäfte an Geschäftsbanken gewährten Kredite verwendet, oder einen für sie nicht direkt kontrollierbaren Zinssatz, der die am Interbankenmarkt herrschenden Kräfte widerspiegelt. Sie entschied sich für den Marktzinssatz – den Dreimonats-Libor –, denn sie wollte die Wirkung ihrer Geldpolitik auf die Gesamtnachfrage so weit wie möglich unter Kontrolle haben. Es war ihr aber auch bewusst, dass sie damit eine für Zentralbanken unübliche Lösung wählte. Die Erfahrungen, die in den zehn Jahren seit der Einführung des aktuellen Konzepts gemacht wurden, zeigen jedoch, dass die SNB mit ihrer Wahl die Wirksamkeit der Geldpolitik verstärkt hat. Das Konzept hat sich überdies in der jüngsten Finanzkrise in besonderer Weise bewährt. Indem sie den Libor unter Kontrolle hielt, konnte die SNB nämlich der plötzlichen Verschlechterung der Geldmarktbedingungen während der Krise und dem damit verbundenen allgemeinen Anstieg der Risikoprämien aktiv entgegenwirken. Sie passte die Liquiditätsversorgung der Situation an, indem sie den Repo-Satz senkte und so den Libor stabil hielt, während ähnliche Zinssätze am US-Dollar- und Euromarkt in die Höhe kletterten. Der SNB gelang es, den Kreditmarkt weitgehend vor den Folgen der allgemein steigenden Kreditzinsspannen abzuschirmen. Da die Europäische Zentralbank eine auf Leitzinsen beruhende Strategie anwendet, weitete sich das Gefälle zwischen dem Dreimonats-Libor in Schweizer Franken und jenem in Euro deutlich von 150 auf 220 Basispunkte aus (vgl. Grafik 10). Dank ihres Konzepts konnte die SNB auf dem Höhepunkt der Krise eine moderatere Politik führen als die Europäische Zentralbank.

20. November 2009

15



Grafik 10: Repo-Satz (Leitzins) und Libor in Schweizer Franken und in Euro

### Unkonventionelle Massnahmen

Die Krise hat gezeigt, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik an Grenzen stösst, wenn die Zinssätze gegen Null tendieren. In der Schweiz erforderte die Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds zu Beginn des Jahres 2009 einen neuen monetären Impuls im März 2009. Doch die SNB verfügte praktisch über keinen Spielraum mehr für Zinssenkungen. Also musste sie, um die Wirtschaft mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen, unkonventionelle Massnahmen ergreifen (quantitative easing).

Das aktuelle geldpolitische Konzept der SNB lässt es zu, unkonventionelle Massnahmen jederzeit in die umfassende Beurteilung der getroffenen monetären Entscheidungen einzubeziehen. So ist die Entwicklung der Geldaggregate, die von den Liquiditätsspritzen stark beeinflusst wird, eine wichtige Variable einiger für die Erstellung der Inflationsprognose benutzter Modelle. Aus der Inflationsprognose kann die voraussichtliche Wirkung der getroffenen Massnahmen herausgelesen werden, was ihre Dosierung erleichtert. Die Geldaggregate sind eine sehr nützliche Informationsquelle, wenn die Zinssatz-Indikatoren – die ja nicht negativ werden können – ihre Rolle nicht mehr spielen können. Die Inflationsprognose wird der SNB deshalb auch helfen, den richtigen Zeitpunkt für die Beendigung der unkonventionellen Massnahmen zu bestimmen. Das aktuelle Konzept gibt einen Rahmen vor, in welchem die Wirkung der Geldpolitik konstant beobachtet werden kann. Es bietet somit einen grossen Vorteil gegenüber der Steuerung der Geldaggregate, bei der jeder Schock im Geldangebot oder in der Geldnachfrage Verwirrung stiftete und somit die Festlegung eines neuen operationellen Ziels erforderte.

20. November 2009

16

## 5. Schlussfolgerungen

Zehn Jahre nach der Einführung ihres aktuellen geldpolitischen Konzepts zieht die SNB eine weitgehend positive Bilanz – sowohl in geldpolitischer als auch in operationeller Hinsicht.

Auf geldpolitischer Ebene konnte die Preisstabilität gewährleistet werden, ohne dass sich die Konjunkturlage erheblich verschlechtert hätte. Somit hat die SNB ihren gesetzlichen Auftrag erfüllt. Das wirtschaftliche Umfeld musste aber grössere Schocks verkraften: die Einführung des Euro, internationale Turbulenzen und die Finanzkrise. Die vierteljährliche Inflationsprognose, die auf verschiedensten Indikatoren und Modellen beruht, hat sich dabei als besonders nützlich erwiesen. Mit Erfolg hat sie der SNB als Orientierungshilfe bei den Zinsentscheiden gedient. Als sich die Zinsen dem Null-Niveau annäherten und sich die SNB gezwungen sah, unkonventionelle Massnahmen zu ergreifen, erlaubte ihr die Inflationsprognose zudem, die Auswirkungen dieser Massnahmen auf die Inflation zumindest einigermaßen abzuschätzen. Die Inflationsprognose zwingt die SNB zu rationalen Entscheiden, unabhängig davon, wie die Politik umgesetzt wird.

Auf operationeller Ebene war die Entscheidung, einen Zinssatz wie den Libor zu steuern, eine gewagtes Unterfangen, das sich aber gelohnt hat. Gewagt war es deshalb, weil sich der Dreimonatssatz nicht direkt durch die Kreditgeschäfte der SNB beeinflussen lässt, sondern weitgehend von den Marktkräften abhängt, also davon, wie die Marktteilnehmer die Geldpolitik der SNB wahrnehmen. Gelohnt hat sich das Unterfangen, weil die SNB durch die Steuerung des Dreimonats-Libors Einfluss auf die Kreditbedingungen in der Schweiz nehmen konnte, was sich während der Finanzkrise als besonders hilfreich erwiesen hat. In den letzten zehn Jahren konnte der Libor immer in den Bereich gesteuert werden, in dem er die besten Voraussetzungen für das Wachstum unserer Wirtschaft bot.

Weshalb hat das aktuelle geldpolitische Konzept der SNB bereits zehn Jahre Bestand gehabt, während das vorherige oft überarbeitet werden musste? Hat die SNB die geldpolitische Zauberformel gefunden? Dem ist sicherlich nicht so. Die Dauerhaftigkeit des aktuellen Konzepts ist dem Umstand zu verdanken, dass es in erster Linie ein Arbeitsinstrument ist, dessen Komponenten sich mit der Erfahrung und dem wissenschaftlichen Fortschritt entwickeln. Der monetaristische Ansatz beruhte auf einem starren Prinzip, einer praktisch endgültigen Sichtweise des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Preisen, die sich in einem ständig wechselnden Umfeld nur schwer anpassen liess.

Aber so gut das geldpolitische Konzept der SNB auch ist: Es kann das Urteilsvermögen der Entscheidungsträger nicht ersetzen. Sein grosser Vorzug liegt darin, dass es eine wissenschaftliche Momentaufnahme liefert und die geldpolitisch möglichen Optionen zeigt. Das Konzept dient dem Direktorium als wichtige Stütze bei der Festlegung des Libors, kann jedoch keine Massnahmen vorschreiben.

Trotz des wissenschaftlichen Fortschritts ist und bleibt die Geldpolitik deshalb eine Kunst...