Sperrfrist: 14. Mai 2012, 17.45 Uhr

Geldpolitik in Krisenzeiten – Warum Zentralbanken miteinander reden

Thomas J. Jordan*

Präsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

45. Energie-Apéro

Etavis

Zürich, 14. Mai 2012

*Der Referent dankt Claudia Strub und Till Ebner für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Enzo Rossi und Peter Kuster für ihre wertvollen Kommentare.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2012

Einleitung

Am 8. Oktober 2008, gut drei Wochen nach dem Konkurs von Lehman Brothers und der notwendig gewordenen Rettung des weltweit grössten Versicherers AIG durch den amerikanischen Staat, kam es zu einer einmaligen gemeinsamen Aktion verschiedener Notenbanken. Die Europäische Zentralbank (EZB) sowie die Zentralbanken der USA, Kanadas, Grossbritanniens, Schwedens und der Schweiz senkten alle gleichzeitig ihre Leitzinsen und begleiteten diesen Schritt mit einer gemeinsamen Medienmitteilung. Diese Aktion widerspiegelte die Tatsache, dass die Schockwellen jener Ereignisse in kürzester Zeit und mit grösster Intensität unterschiedlichste Märkte und Länder in der ganzen Welt erfasst hatten. Daher erschien damals ein gemeinsames geldpolitisches Signal als ein Gebot der Stunde. Eine derartige Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken mag auf den ersten Blick erstaunen. Denn in der Regel wird Geldpolitik bekanntlich autonom vollzogen, also nach den speziellen Bedürfnissen der einzelnen Währungsräume.

Welche Gründe sprechen dafür, dass eine Zentralbank prinzipiell autonom handelt? Unter welchen Umständen und in welchem Ausmass ist eine Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken notwendig? Wie können sich Autonomie und Zusammenarbeit optimal ergänzen?

In meinen Ausführungen werde ich argumentieren, dass die zielgerichtete Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken als Ergänzung der autonomen Geldpolitik wesentlich dazu beiträgt, dass eine Volkswirtschaft besser durch eine globale Krise kommt. Oder anders ausgedrückt: In einer Krise kann die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken die Wirksamkeit von autonomen Massnahmen unterstützen und verstärken.

Ungeachtet dessen, dass solche Absprachen oft nützlich und auch notwendig sind, gilt aber weiterhin: In einem System mit flexiblen Wechselkursen muss eine Zentralbank grundsätzlich autonom handeln. Die geldpolitische Autonomie kommt z.B. darin zum Ausdruck, dass eine Zentralbank ihren Leitzins eigenständig festlegt. Gerade für unser Land hat sich diese geldpolitische Autonomie über die letzten Jahrzehnte und auch in der jüngsten Krise bewährt.

Lassen Sie mich dies hier in einem ersten Schritt ausführen, bevor ich darlegen werde, warum Zentralbanken in einer globalen Krise gleichzeitig und in Ergänzung zu autonom ergriffenen Massnahmen auch eng zusammenarbeiten müssen.

Gründe für eine autonome Geldpolitik

Weshalb muss eine Zentralbank generell autonom handeln?

Eine erste wichtige Begründung für eine autonome Geldpolitik ergibt sich direkt aus dem Auftrag, der einer Zentralbank vom Gesetzgeber übertragen wird. Die Mandate in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind vielfach zwar ähnlich, können aber in bestimmten Punkten von Land zu Land auch unterschiedlich formuliert sein.

Unterschiede im Mandat widerspiegeln die Präferenzen oder Prioritäten, die ein Land in Bezug auf die makroökonomische Stabilität setzen will. Beispielsweise fokussiert die Geldpolitik in den USA gleichzeitig und ohne Prioritätensetzung auf Vollbeschäftigung und Preisstabilität. Dieses duale Mandat entstand nicht zuletzt aus der Erfahrung der Grossen Depression in den 1930er-Jahren, die zu einem Heer von Arbeitslosen führte.[1] In Europa dominiert hingegen die Erinnerung an die Hyperinflation, die Anfang der 1920er-Jahre in einigen Ländern herrschte. Deshalb ist die Stabilisierung der Preise das primäre geldpolitische Ziel, während die Unterstützung der konjunkturellen Entwicklung an zweiter Stelle kommt. In der Schweiz betraut das Nationalbankgesetz die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit der Aufgabe, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen.[2] Diese Unterschiede im Mandat führen denn auch zu unterschiedlichen Inflationszielen oder unterschiedlichen Definitionen von Preisstabilität.

Unterschiede im Mandat erklären zum Teil auch, weshalb nicht alle Zentralbanken während und nach der jüngsten Krise dieselben Massnahmen mit der gleichen Intensität ergriffen haben. In den USA beispielsweise ist trotz einer Inflation von rund 3% ein Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik infolge der hohen und hartnäckigen Arbeitslosigkeit bis heute immer

[1] Vgl. Sue C. Patrick (1993): Reform of the Federal Reserve System in the Early 1930s: The Politics of Money and Banking.

[2] Je nach Konstellation kann vorübergehend ein Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Stabilisierung der Konjunktur entstehen. Aktuell gibt es in der Schweiz jedoch keinen solchen Zielkonflikt: Die Zinsen sind äusserst tief, was die Konjunktur unterstützt. Gleichzeitig ist auf absehbare Zeit in der Schweiz wegen des starken Frankens nicht mit Inflationsdruck zu rechnen.

weiter in die Zukunft verschoben worden. Demgegenüber hob die EZB im Frühjahr 2011 erstmals seit dem Herbst 2008 wieder die Zinsen an, als erste Anzeichen erhöhter Inflationsrisiken sichtbar wurden.

Ein zweiter wichtiger Grund, weshalb Geldpolitik prioritär einen währungsraumspezifischen Fokus haben muss, liegt darin, dass sich die einzelnen Volkswirtschaften oder Währungsräume kaum je gleichzeitig in der gleichen Phase des Konjunkturzyklus befinden. Der Preisdruck hängt wesentlich vom Wirtschaftsverlauf ab und ist daher unterschiedlich hoch. Dies bedeutet, dass Massnahmen, die an einem Ort stabilisierend wirken, an einem anderen Ort kontraproduktiv wären. Der geldpolitische Auftrag ist nur dann erfüllbar, wenn die Geldversorgung zu jeder Zeit eigenständig so angepasst werden kann, dass sie im Einklang mit der Entwicklung der eigenen Volkswirtschaft steht. Vor dem Hintergrund der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise haben einzelne Länder die Zinsen schon relativ früh wieder nach oben angepasst. Ein Beispiel dafür ist Schweden, wo der heimische Bankensektor nur in geringem Ausmass von der Krise betroffen war und die konjunkturelle Erholung und somit potenzieller Inflationsdruck rascher einsetzte als in anderen Ländern.

Die Autonomie der Geldpolitik ist aus einem dritten Grund von grosser Bedeutung: Die Wirkung einer geldpolitischen Massnahme ist massgeblich von den wirtschaftlichen Strukturen in einem Währungsraum abhängig. Lassen Sie mich dies an einem Beispiel erläutern: Senkt eine Zentralbank den Leitzins, kann es unterschiedlich lange dauern, bis sich diese Lockerung auf die Bankkreditzinsen niederschlägt und so die Investitionstätigkeit anregt oder den Konsum ankurbelt.[3] Die Geschwindigkeit und das Ausmass der Anpassung realwirtschaftlicher Grössen auf einen solchen monetären Impuls hängen beispielsweise davon ab, wie intensiv der Wettbewerb im Bankensektor ist und wie stark Investitionen und Konsum auf Zinsänderungen reagieren.[4] Da diese wirtschaftlichen Strukturen von Land zu Land stark variieren können, ist die Wirkungsweise geldpolitischer Massnahmen je nach Land

[3] Andere sogenannte Transmissionskanäle der Geldpolitik sind der Wechselkurskanal, der Vermögenspreiskanal und der Kreditkanal.

[4] Allgemeiner gesagt: Wesentliche strukturelle Faktoren, die Einfluss auf die Wirkung der Geldpolitik haben, sind der rechtliche und institutionelle Rahmen eines Landes sowie der Entwicklungsstand des Finanzmarktes. Im Weiteren sind auch der Grad der Offenheit einer Volkswirtschaft, ihre Wettbewerbsfähigkeit sowie die Gewohnheiten und Präferenzen der Bevölkerung von Bedeutung.

unterschiedlich.[5] Es erscheint im Allgemeinen somit nicht erfolgversprechend, überall mit denselben geldpolitischen Mitteln oder mit gleicher Dosierung eine gleichartige und gleich rasche Stabilisierung anzustreben.

Dieser Befund kann zu einem gewissen Grad erklären, weshalb in der aktuellen Krise die amerikanische Zentralbank (Fed) und die EZB mit unterschiedlichen geldpolitischen Massnahmen auf die Verschärfung der Kreditbedingungen reagiert haben. In den USA finanzieren sich die Unternehmen vor allem direkt über den Finanzmarkt (bspw. über die Ausgabe von Anleihen) und nicht über die klassischen Bankkredite. Das Fed versuchte deshalb, die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen zu lockern, indem es die Funktionsfähigkeit der Finanzierungskanäle via Kapitalmarkt sicherstellte.[6] Die EZB dagegen fokussierte vordringlich auf die klassische Bankfinanzierung, weil diese in Europa vorherrscht.

Lassen Sie mich an dieser Stelle ein Zwischenfazit ziehen: Es existieren viele Gründe, die generell für eine autonome Geldpolitik sprechen. Dazu zählen unterschiedliche Vorstellungen über die zu stabilisierende Zielgrösse sowie Unterschiede im Konjunkturzyklus und in den volkswirtschaftlichen Strukturen.

Insbesondere für die Schweiz hat sich diese Ausrichtung auf eine autonome, massgeschneiderte Geldpolitik gepaart mit grundsätzlich flexiblen Wechselkursen bewährt. Die Erfüllung des geldpolitischen Auftrags hat sich dabei einmal als schwieriger, einmal als einfacher erwiesen. Insgesamt aber wurde das Preisstabilitätsziel zum grössten Teil erreicht. Gleichzeitig hatte man Spielraum, um auf Schocks flexibel zu reagieren. Gerade auch in der aktuellen Krise war die autonome Geldpolitik von grosser Bedeutung. Die SNB konnte ihre geldpolitischen Massnahmen auf die spezifischen Bedürfnisse der Schweizer Wirtschaft ausrichten und die Risiken massgeblich reduzieren, z.B. indem sie im Herbst 2008 mehrfach und markant die Zinsen senkte. Dies hat wesentlich dazu beigetragen, dass die Schweiz bislang vergleichsweise glimpflich durch die Krise gekommen ist und als eines der ersten

[5] Zahlreiche Studien haben untersucht, ob sich die geldpolitischen Transmissionsmechanismen von Land zu Land unterscheiden und weshalb dies der Fall sein könnte. Die Mehrheit dieser Studien kommt zum Schluss, dass in der Übertragung geldpolitischer Impulse tatsächlich signifikante Unterschiede bestehen. Diese Unterschiede werden dabei mit den erwähnten strukturellen Faktoren erklärt.

[6] Ein Beispiel dafür ist die vom Fed im November 2008 angekündigte Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF).

entwickelten Länder das Niveau des Bruttoinlandprodukts von vor der Krise bereits 2010 wieder übertroffen hat.

Diese eindeutigen Vorteile autonomer Geldpolitik bedeuten aber nicht, dass jede Zentralbank uneingeschränkt schalten und walten kann. Denn geldpolitische Entscheide, die in dem einen Währungsraum getroffen werden, können Nebenwirkungen auf die wirtschaftlichen Bedingungen in anderen Ländern haben – insbesondere in Zeiten global eng verflochtener Wirtschaftsräume und Finanzmärkte. Diese sogenannten policy spillovers können in den betroffenen Währungsräumen Massnahmen auslösen, die dann ihrerseits negative Auswirkungen auf andere Länder haben.

Werden solche policy spillovers bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung völlig ausgeblendet, können bestehende Ungleichgewichte im Extremfall verstärkt werden, was letztlich die Wahrscheinlichkeit einer Krise erhöht. Als Beispiel für die enormen Kosten einer ungenügenden internationalen Zusammenarbeit der Geldpolitik in einer Krise gelten die Entscheidungen Ende 1920er- und Anfang der 1930er-Jahre. Diese mündeten in einen zerstörerischen Abwertungswettlauf und leisteten damit letztlich der Grossen Depression Vorschub.[7]

Weil man sich der Problematik der policy spillovers bewusst ist, existieren heute formelle, in internationalen Verträgen festgelegte Regeln. So gehen die Mitglieder des Internationalen Währungsfonds (IWF)[8] mit ihrer Mitgliedschaft eine Reihe von Verpflichtungen ein, die in den Statuten des IWF festgehalten sind. Darin steht unter anderem, dass Währungsmanipulationen vermieden werden müssen, wenn damit ein unfairer Wettbewerbsvorteil erlangt würde.[9]

Allerdings heisst das nicht, dass eine Zentralbank nie in den Devisenmarkt eingreifen darf. Solche Eingriffe widersprechen den IWF-Regeln insbesondere dann nicht, wenn sie eine Reaktion auf extreme Marktverzerrungen sind. Die Schweiz kann hier als Paradebeispiel dienen. Wir hatten aufgrund der Eskalation der europäischen Staatsschuldenkrise im Sommer 2011 mit einem enormen Aufwertungsdruck auf den Franken zu kämpfen. Dieser war in

[7] Vgl. Barry Eichengreen (1992): Golden fetters.
[8] Mit 188 Mitgliedern umfasst der IWF praktisch alle Länder der Welt.
[9] Relevant für die Wechselkurspolitik sind insbesondere: Art. IV, Absatz 1: Vermeidung von Manipulationen der Wechselkurse oder des internationalen Währungssystems mit dem Ziel, eine wirksame Zahlungsbilanzanpassung zu verhindern oder einen unfairen Wettbewerbsvorteil gegenüber anderen Mitgliedern zu erlangen.

keiner Art und Weise mehr mit fundamentalen Gegebenheiten erklärbar und stellte eine enorme Bedrohung für die Volkswirtschaft dar. Um in dieser Lage einen Kollaps der Wirtschaft zu verhindern, mussten extreme Massnahmen ergriffen werden. So hat die SNB am 6. September 2011 einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festgelegt.

Verletzt der Mindestkurs – als autonome Krisenmassnahme – nicht die Spielregeln des IWF? Ist er nicht ein Schritt in Richtung einer kompetitiven Abwertung zur Erlangung von unfairen Wettbewerbsvorteilen? Die Antwort ist ganz klar nein. Damit international und am Markt die nötige Akzeptanz für eine derartige Massnahme geschaffen werden kann, muss allerdings eine klare, ökonomisch eindeutige Begründung für den Einsatz solcher Mittel vorliegen. Diese muss zudem transparent kommuniziert werden. Beim Mindestkurs ist das der Fall. Er wird als ausserordentliche Massnahme in einer Extremsituation international akzeptiert – nicht zuletzt vom IWF, der im Rahmen seines jährlichen Länderexamens jüngst festhielt, dass die Einführung des Mindestkurses angesichts der Risiken für die Wirtschaft und die Preisstabilität eine angemessene Massnahme war.[10] In anderen Worten: Die Ziele und die Motivation dieser Massnahme wurden von den Märkten und von den ausländischen Zentralbanken verstanden. Wir konnten eindeutig und klar begründen, dass der Devisenmarkt infolge internationaler Ereignisse nicht mehr ordentlich funktionierte. Zudem wurde mit 1.20 Franken pro Euro ein Niveau als Mindestkurs festgelegt, bei dem der Franken immer noch als klar überbewertet gilt. Der Mindestkurs dient also einzig dazu, diesen Störungen entgegenzuwirken und die mit ihnen potenziell verbundenen enormen Kosten für die Schweizer Wirtschaft abzuwenden. Er wurde also gerade nicht eingeführt, um den Wettbewerb zu verzerren, sondern um entstandenen Verzerrungen zu begegnen.

Drei Gründe für internationale Zusammenarbeit

Eine massgeschneiderte, autonome Geldpolitik hat sich also in der Vergangenheit und insbesondere in der aktuellen Krise für unser Land als vorteilhaft erwiesen. Gleichzeitig hat aber gerade die Einführung des Mindestkurses auch deutlich gemacht: Es ist unabdingbar, dass Zentralbanken «miteinander reden».

[10] «The introduction of the exchange rate floor was an appropriate policy response to the risk of economic contraction and deflation» (IMF: Country Report No. 12/106).

Unabhängig von diesem spezifischen Fall hat die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken eine lange Tradition. Diese Zusammenarbeit kann aus verschiedenen Gründen stattfinden. So dient beispielsweise die Zusammenarbeit in Form von einem kontinuierlich gepflegten Dialog dazu, relevante Forschungserkenntnisse, Erfahrungen in geldpolitischen Belangen sowie die Einschätzungen zur globalen Konjunkturlage auszutauschen. Damit wird gegenseitiges Verständnis für die währungsraumspezifischen Herausforderungen und eine möglichst breite Wissensbasis für die künftige Ausgestaltung der eigenen Geldpolitik geschaffen. Dieses – in guten wie schlechten Tagen gepflegte – «Miteinander-Reden» findet zum einen an informellen Treffen und an Tagungen statt oder hat institutionellen Charakter, wie beispielsweise in den Gremien der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, wo sich die Zentralbank-Gouverneure alle zwei Monate in der Regel in Basel treffen.

Neben diesem regelmässigen Wissensaustausch existieren weitere Gründe für eine Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken, etwa dann wenn die Funktionsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte akut bedroht ist. In ruhigen Zeiten sorgt der Geldmarkt für eine effiziente Verteilung der von der Zentralbank geschaffenen Liquidität. Eingriffe in diesen Markt sind dann nicht nötig. Seit Beginn der Finanzkrise haben verschiedene Geldmärkte aber mehrfach nicht mehr richtig funktioniert. Beispielsweise froren im Herbst 2008 die Interbankengeldmärkte, auf dem die Geschäftsbanken üblicherweise ihre kurzfristigen Liquiditätsbedürfnisse und -überschüsse ausgleichen, komplett ein, und die Zinsen schossen entsprechend in die Höhe. Wenn der ganze Markt in der Krise steckt, kommen die Zentralbanken zum Einsatz. Sie können als sogenannte market maker of last resort die Bedingungen im Geldmarkt wieder normalisieren, indem sie dafür sorgen, dass ausreichend Liquidität verfügbar ist.

Weil die Finanzmärkte und Finanzinstitute heute weltweit eng verflochten sind, ist im Falle einer solchen marktweiten Liquiditätskrise die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken von zentraler Bedeutung. Ein Liquiditätsengpass im eigenen Land ist nicht mehr zwingend nur auf die eigene Währung beschränkt[11]; viele Banken haben heute einen hohen Bedarf an

[11] Ein paar Zahlen mögen die Dimensionen dieser internationalen Verflechtungen verdeutlichen: Vor der Krise hielten europäische Banken in US-Dollar denominierte Vermögenswerte (und entsprechende Verbindlichkeiten) im Wert von rund 8 Bio. US-Dollar (Q1/2007). Diese Entwicklung machte auch vor der Schweiz nicht halt. Gleichzeitig fand über die letzten Jahrzehnte eine zunehmende Internationalisierung des Frankengeldmarktes statt. So wird heute ein beachtliches Volumen an Franken im Ausland gehandelt.

Liquidität in Fremdwährung. Dies hat sich beispielsweise 2008 und 2009 gezeigt, als insbesondere in der Eurozone die Nachfrage nach Frankenliquidität anstieg.[12] Diese Liquiditätsengpässe konnten weder am Markt noch direkt bei der SNB genügend gedeckt werden, was zu starken Anspannungen auf dem internationalen Frankengeldmarkt führte. Eine Lösung ergab sich in der Zusammenarbeit mit der EZB. Da diese zwar unbeschränkt Liquidität in Euro schaffen kann, aber nur beschränkt über Franken verfügt, benötigte sie Franken von der SNB. Die Versorgung wurde mittels eines bilateralen Währungsswap-Abkommens zwischen der EZB und der SNB sichergestellt. Unter anderem dank dieser Massnahme konnten die Anspannungen auf dem Frankengeldmarkt deutlich reduziert werden – die im weiteren Verlauf von 2008 rückläufigen Risikoprämien am Geldmarkt belegen dies. Diese Entspannung war auch für das europäische Bankensystem von Bedeutung.

Die aktuelle Krise hat schliesslich noch ein weiteres Motiv für die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken offensichtlich gemacht: In einer globalen Wirtschaftskrise sind unmissverständliche und weltweit abgestimmte Signale – das Sprechen mit einer Stimme – von enormer Bedeutung. Bei globalen makroökonomischen Schocks – das heisst bei gleichzeitigen und gleichgerichteten Veränderungen der Inflations- oder Konjunkturentwicklung in diversen Ländern – kann sogar die grenzüberschreitende Koordination von Massnahmen notwendig sein, die vordringlich auf die Stabilisierung der Inflationserwartungen und der Nachfrage abzielen. Solche Massnahmen werden, wie oben ausgeführt, im Normalfall autonom getroffen. Es geht hier denn auch primär um die psychologische Wirkung eines solchen gemeinsamen Signals: Eine Absprache von Massnahmen erhöht die Chancen, dass diese tatsächlich ihre volle Wirkung entfalten.

Damit komme ich zurück zur eingangs erwähnten koordinierten Zinssenkung am 8. Oktober 2008. Weshalb kamen die Zentralbanken damals zur Überzeugung, dass ein derartig massives Signal notwendig war? Ein im Grunde begrenztes Problem in einem Teilmarkt des US-Hypothekargeschäfts («subprime mortgages») hat im Laufe von 2008 über die Verflechtung der Banken und Märkte zu einer enormen Verunsicherung an den Finanzmärkten weltweit

[12] Einerseits lag ausserhalb der Schweiz ein Liquiditätsengpass in Franken vor. Anderseits hat das Schweizer Finanzsystem im Herbst 2008 Dollarliquidität benötigt, die mit einer Swaplinie in US-Dollar vom Fed bereitgestellt wurde. Das Fed stellte zudem ebenfalls mit einem Swapabkommen US-Dollars zur Verfügung, welche die SNB für die Übernahme der illiquiden Aktiven der UBS einsetzte. In diesem Fall nahm die SNB jedoch die Rolle des «lender of last resort» wahr.

geführt und letztlich auch die Realwirtschaft weltweit arg in Mitleidenschaft gezogen. Die Inflationserwartungen bildeten sich zunehmend zurück, und die Risiken für eine globale Abschwächung des Wachstums stiegen deutlich. Da sich diese Entwicklungen in vielen Ländern gleichzeitig abspielten, erschien die gemeinsame Ankündigung der Leitzinssenkung mit einer gemeinsamen Medienmitteilung als wirkungsvollster Weg, um ein eindeutiges Zeichen zu setzen.

Derartige weitreichende geldpolitische Absprachen sind allerdings sehr selten, denn die Leitzinsen werden – aus obengenannten Gründen – in der Regel autonom angepasst. Die gemeinsame Ankündigung hatte in dem Fall meines Erachtens aber den Vorteil, dass überhaupt kein Zweifel hinsichtlich des Willens der wichtigsten Zentralbanken aufkam, alles zu tun, was erforderlich war, um die Krise einzudämmen.

Wie viel Zusammenarbeit – Wie viel Autonomie?

Wo aber liegt das Optimum zwischen Zusammenarbeit und Autonomie in der Geldpolitik?

Das Hauptaugenmerk der Geldpolitik muss auf dem eigenen Währungsraum liegen. Auch in einem Krisenfall – unabhängig davon, ob der Ursprung lokal oder global ist – hilft geldpolitische Autonomie, die Folgen zielgerichtet und möglichst wirksam abzufedern. Die seit nun rund vierzig Jahren vorherrschende Überzeugung, dass Eigenständigkeit und Flexibilität in der Geldpolitik zentrale Voraussetzungen für wirtschaftliche Stabilität und Wachstum sind, hat sich auch durch die jüngste Krise nicht verändert.

Gleichzeitig hat die Krise aber die Bedeutung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken verdeutlicht. Zum einen hätte es schlicht nicht mehr ausgereicht, das eigene «Haus» in Ordnung zu halten und völlig autonom die negativen Auswirkungen der globalen Krise zu bekämpfen. Zum anderen sind Währungsräume keine isolierte Inseln. Wie oben ausgeführt können wirtschaftspolitische Entscheidungen in einem Währungsraum Auswirkungen auf die Bedingungen in anderen Ländern haben. Zudem kann die Wirksamkeit eigenständiger Massnahmen in bestimmten Situationen massgeblich durch die internationale Zusammenarbeit gestärkt werden. Der Verzicht auf eine Zusammenarbeit in Zeiten einer globalen Krise kann daher sehr hohe Kosten verursachen. Das gilt insbesondere für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz.

Die «moderne» Art von Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken hat jedoch einen anderen Charakter als früher. So waren die Zentralbanken im Bretton-Woods-System durch eine gemeinsame und formell definierte Politik – die Fixierung der Wechselkurse – eng miteinander verbunden. Die Autonomie der einzelnen Zentralbank war dadurch klar begrenzt. Heute liegt der Fokus explizit auf Autonomie und Flexibilität. Dabei gehört zu dieser Flexibilität eben gerade auch, dass es zu regelmässigen Kontakten – oder eben zu einem regen «Miteinander-Reden» – und fallweise zu einer engen Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken kommen kann. Es ist unbestritten, dass durch die Veränderungen im Zuge der Globalisierung die Zusammenarbeit eine entscheidende Rolle für die Stabilität der Weltwirtschaft spielt. Die zielgerichtete internationale Zusammenarbeit, insbesondere der regelmässige Informationsaustausch, hilft wesentlich mit, dass die einzelne Zentralbank ihr Mandat zu jeder Zeit optimal erfüllen kann. Sie stellt damit ein wichtiges ergänzendes Instrument zur autonomen Stabilisierungspolitik dar.

Geldpolitik in Krisenzeiten – Warum Zentralbanken miteinander reden

Thomas J. Jordan
Präsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

45. Energie-Apéro
14. Mai 2012
Zürich

8. Oktober 2008: Einmalige gemeinsame Aktion von 6 Zentralbanken

Medienmitteilung

Zürich, 8. Oktober 2008

Gemeinsame Mitteilung der Zentralbanken

Die Zentralbanken haben sich während der aktuellen Finanzkrise gegenseitig fortlaufend konsultiert und abgesprochen. Sie haben neue Formen der Zusammenarbeit umgesetzt, beispielsweise bei der Liquiditätsversorgung zur Verringerung von Anspannungen am Geldmarkt.

Der Inflationsdruck hat in einigen Ländern etwas nachgelassen, was zum Teil die Folge eines deutlichen Rückgangs der Energie- und Rohwarenpreise ist. Die Inflationserwartungen bilden sich zurück; sie bleiben im Bereich der Preisstabilität verankert. Angesichts der jüngsten Verschärfung der Finanzkrise sind die Risiken für eine Abschwächung des Wachstums gestiegen, gleichzeitig haben sich die Inflationsrisiken weiter verringert.

Eine gewisse Lockerung der monetären Bedingungen ist deshalb gerechtfertigt. Aus diesem Grund geben die Bank of Canada, die Bank of England, die Europäische Zentralbank, die Federal Reserve, die Schwedische Reichsbank und die Schweizerische Nationalbank eine Senkung ihrer für die Geldpolitik massgebenden Zinssätze bekannt. Die Bank of Japan bringt ihre feste Unterstützung für diese geldpolitischen Massnahmen zum Ausdruck.

Drei Fragen

- Unter welchen Umständen ist eine Zusammenarbeit unter Zentralbanken sinnvoll oder gar notwendig?
- Warum handeln Zentralbanken prinzipiell autonom?
- Was lernen wir aus der Krise bezüglich des Verhältnisses von Autonomie und Zusammenarbeit?

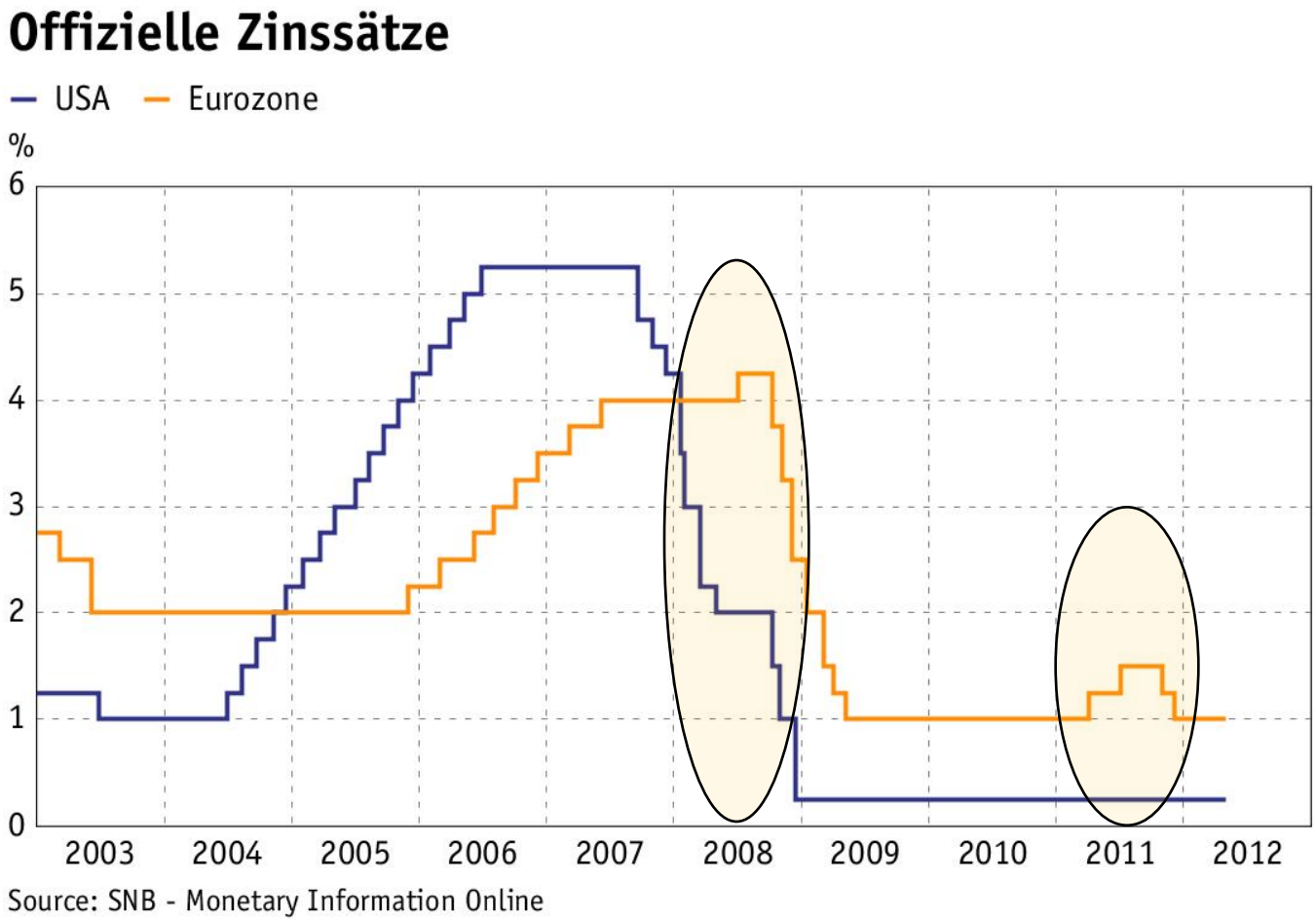
Warum Zentralbanken im Allgemeinen autonom handeln

- Unterschiede im Mandat
- Unterschiede in der konjunkturellen Lage
- Unterschiede in den wirtschaftlichen Strukturen

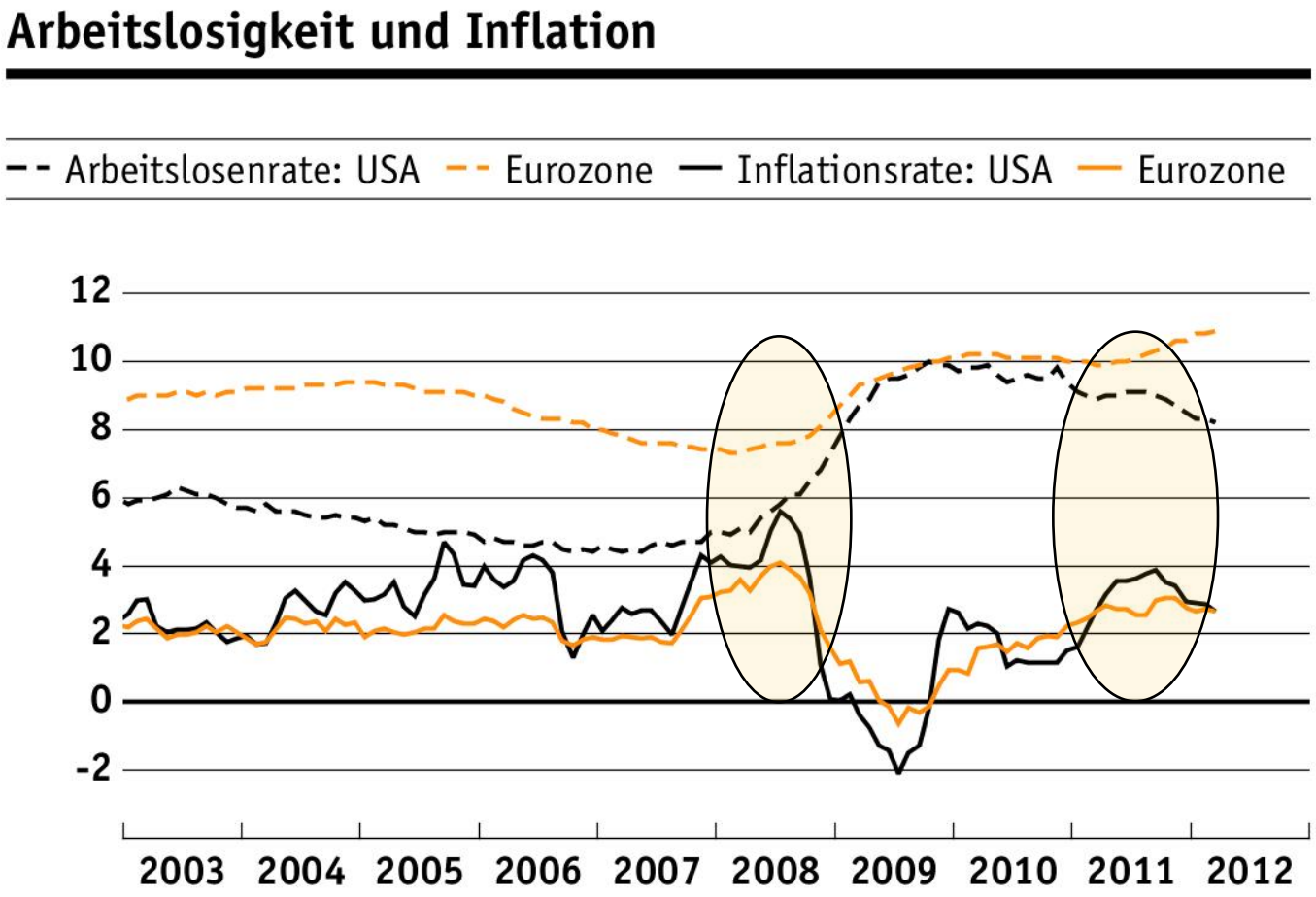
Grund 1 für autonome Geldpolitik: Unterschiede im Mandat der Zentralbanken

	SNB	Fed	EZB
Mandat	Vorrangiges Ziel: Preisstabilität SNB hat dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen	Drei gleichberechtigte Ziele: • Vollbeschäftigung • Stabile Preise • Moderate langfristige Zinsen	Vorrangiges Ziel: Preisstabilität Soweit *ohne* Beeinträchtigung des Preisstabilitätsziels möglich, unterstützt die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft
Definition Preisstabilität	Jährlicher Anstieg LIK von weniger als 2%	Früher nicht publik - seit Jan 2012: 2%	Jährlicher Anstieg von unter, aber nahe 2%

Beispiel: Unterschiedliche Entscheidungen von Fed und EZB 2011...



...trotz ähnlicher Inflationsentwicklung

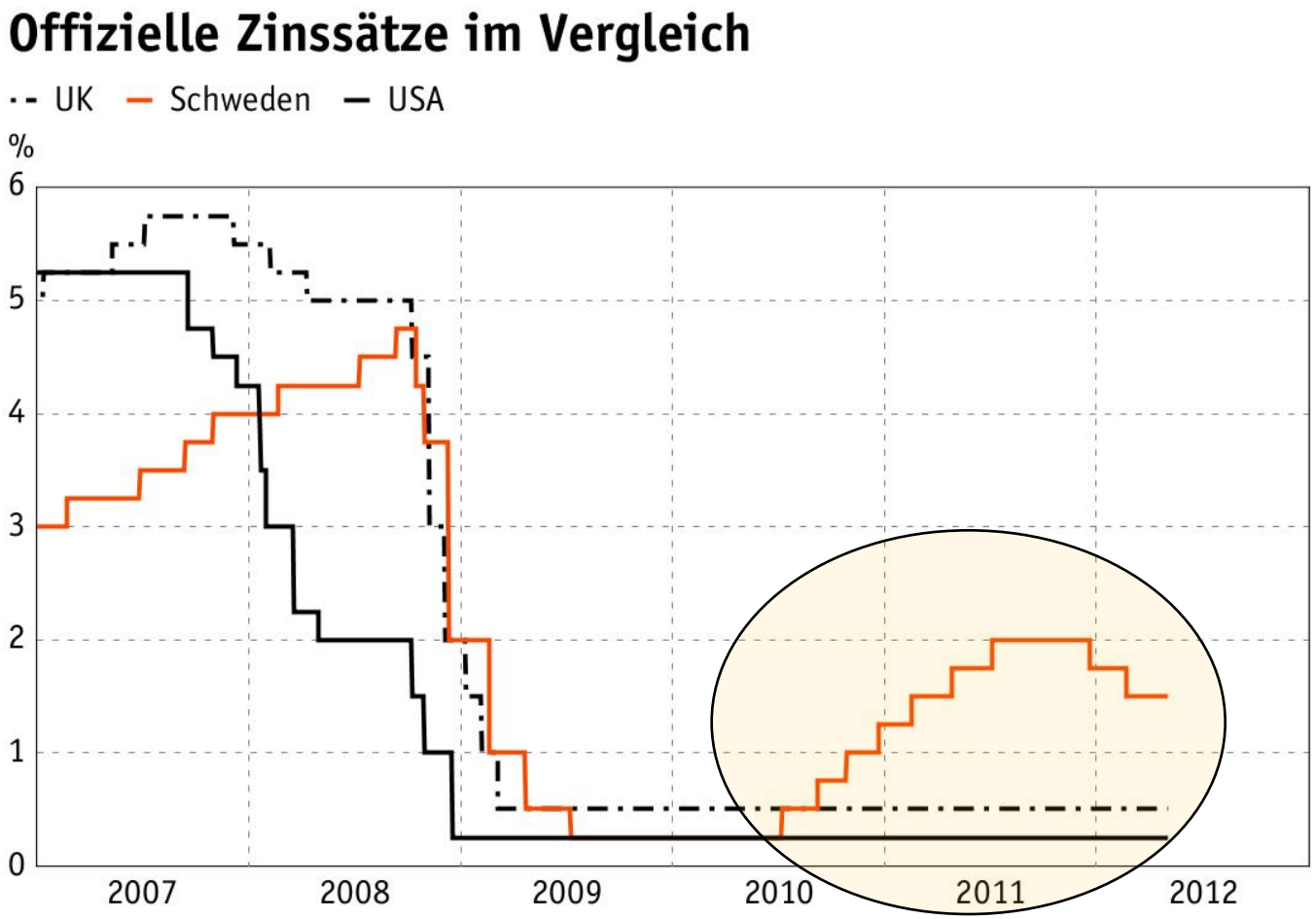


Quelle: SNB

Grund 2 für autonome Geldpolitik: Unterschiede in der konjunkturellen Lage

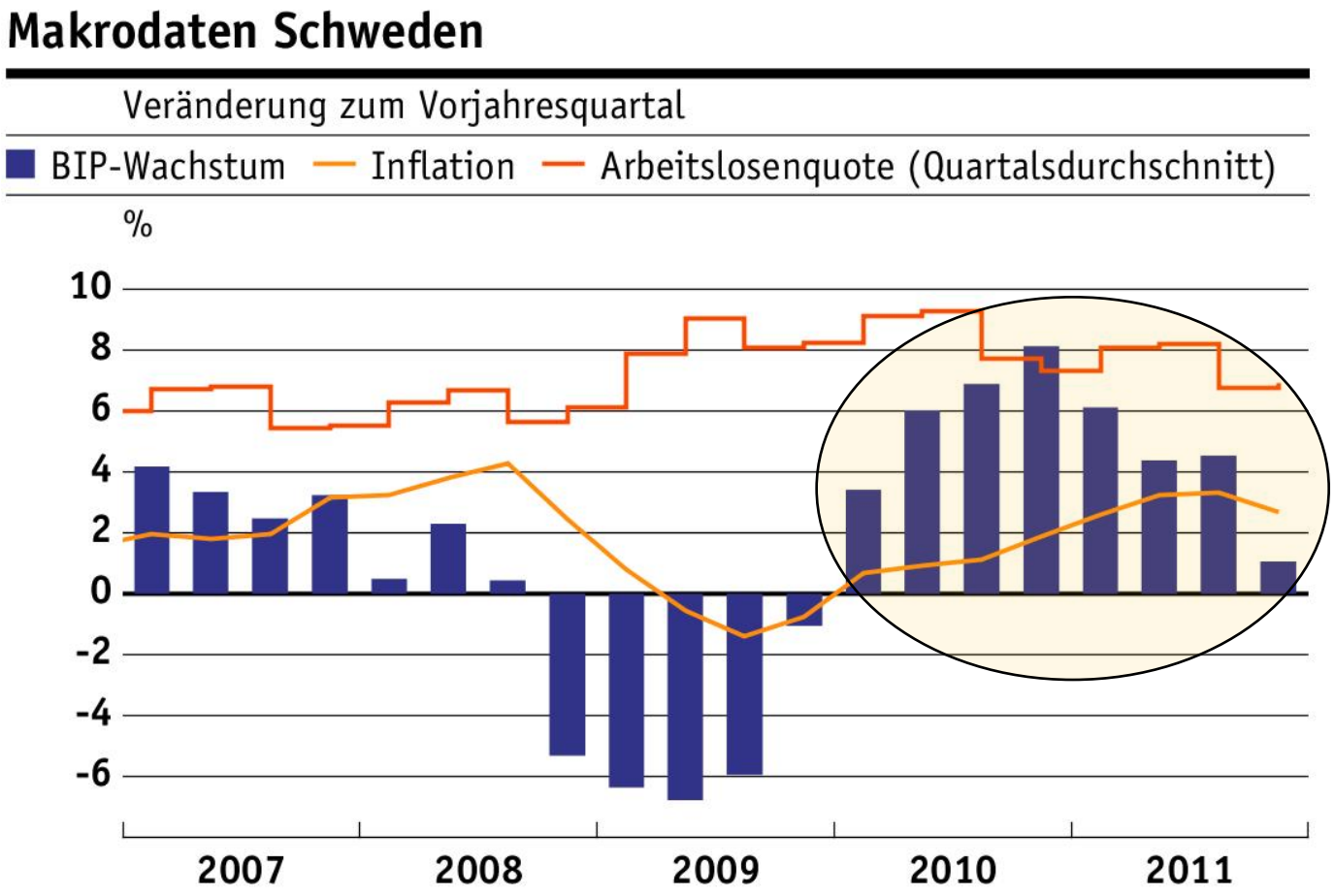
- Im Normalfall: Jedes Land zu einem bestimmten Zeitpunkt in einer anderen Phase des Konjunkturzyklus
- Preisdruck je nach Wirtschaftsverlauf unterschiedlich
- Folge: unterschiedlicher Bedarf an geldpolitischen Massnahmen
- Dank Autonomie optimale Ausrichtung der Geldpolitik auf die jeweilige konjunkturelle Lage möglich

Beispiel: Zinspolitik in ausgewählten Ländern



Quelle: SNB

Anziehende Inflation und robuste Erholung als Hauptgründe für Zinserhöhungen in Schweden



Quelle: IMF

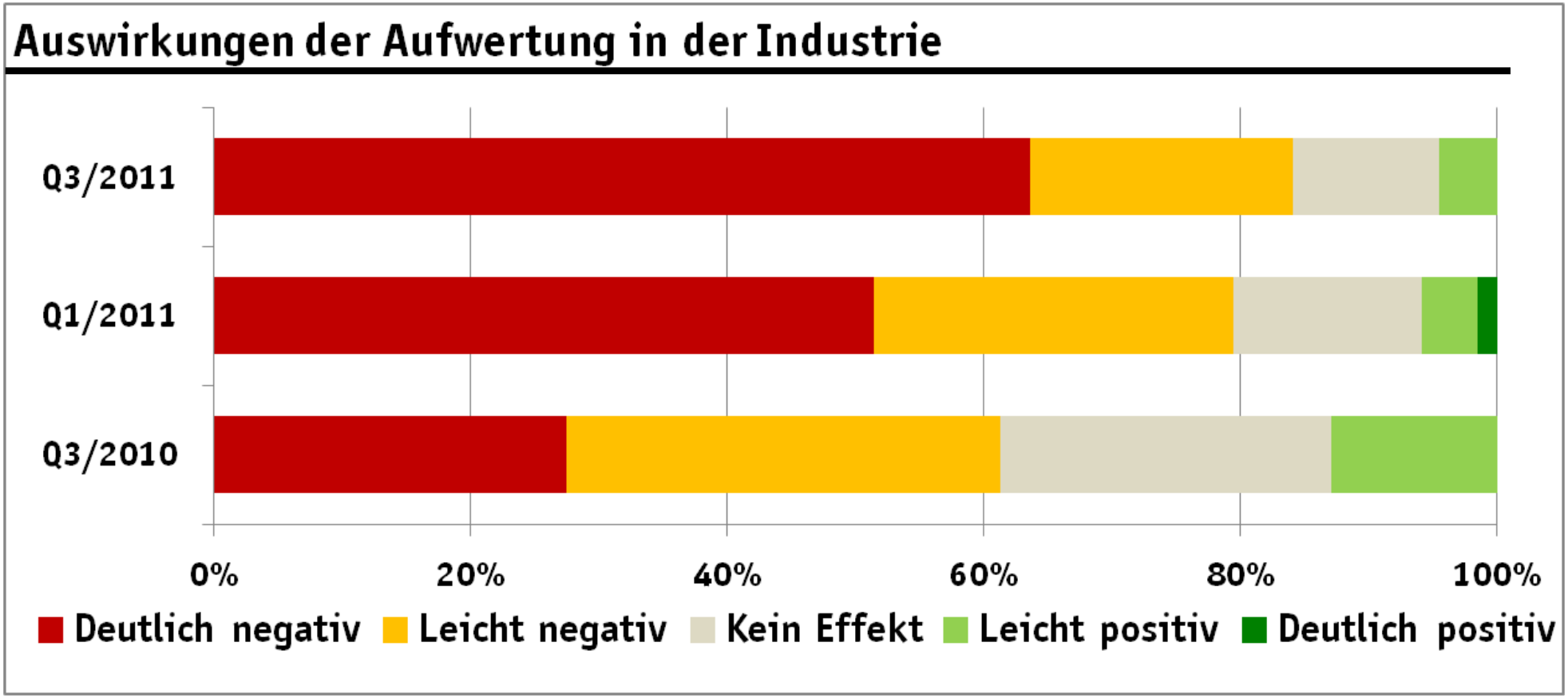
Grund 3 für autonome Geldpolitik: Unterschiede in den wirtschaftlichen Strukturen

- Übertragung der Geldpolitik auf Realwirtschaft und Preise über diverse Kanäle
- Relative Bedeutung dieser Kanäle je nach Währungsraum unterschiedlich
- Jeweilige Bedeutung massgeblich durch Unterschiede in den wirtschaftlichen Strukturen bestimmt
- In einer vergleichsweise offenen Volkswirtschaft insbesondere Wechselkurskanal bedeutend

Beispiel: Bedeutung von Aussenhandel und Stellung des Frankens für die Geldpolitik der SNB

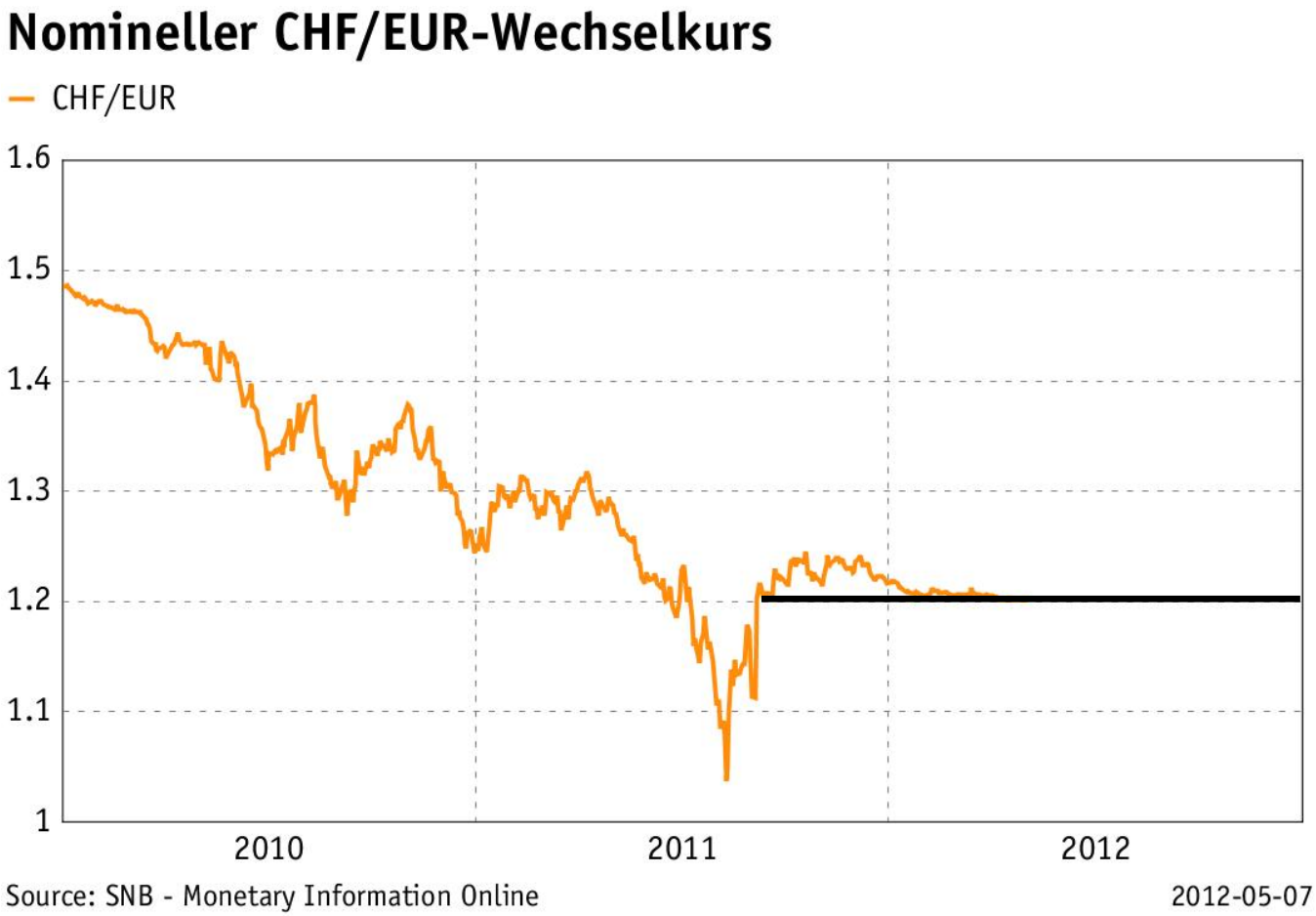
- Schweiz mit Exportanteil von rund 50% des BIP
- Franken von grosser internationaler Bedeutung
- Wechselkursschwankungen im Normalfall unproblematisch
- Bei extremen Schwankungen bedeutende Schäden der Gesamtwirtschaft möglich
- Geldpolitische Massnahmen zeitweise unabdingbar

2011: Risiko bedeutender wirtschaftlicher Schäden und von Deflation aufgrund enormer Aufwertung



Quelle: SNB

Mindestkurs von 1.20 CHF/EUR seit 6. September 2011



Zwischenfazit: Warum Zentralbanken grundsätzlich autonom handeln

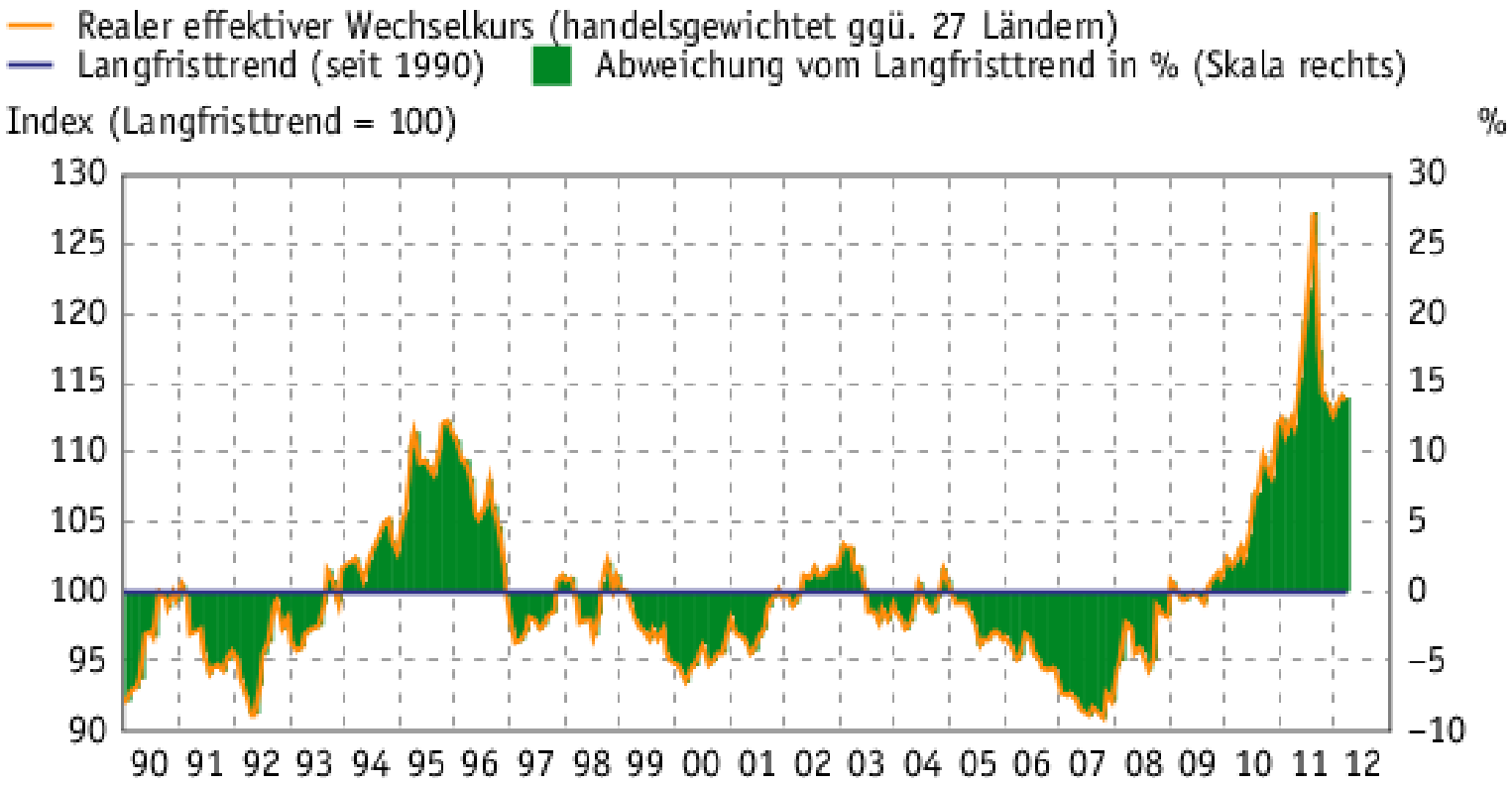
- Autonomie der Zentralbank als Voraussetzung für optimale Aufgabenerfüllung
- Erfahrung Schweiz: Erhöhte Stabilität dank autonomer Geldpolitik
- Keine Aufgabe der Autonomie durch Mindestkurs

Beschränkung der Autonomie durch globale „geldpolitische Spielregeln“?

- Grenzüberschreitende Nebenwirkungen geldpolitischer Entscheide
  - Sogenannte *policy spillovers*
- Dadurch erhöhtes Risiko von grenzüberschreitenden Krisen
- Deshalb formelle Spielregeln im Rahmen des IWF
  - Verpflichtung, unfaire Währungsmanipulationen zu vermeiden

Mindestkurs keine Verletzung dieser globalen Spielregeln

Realer effektiver Wechselkurs



Sources: SNB Markets Analysis Platform, BIZ

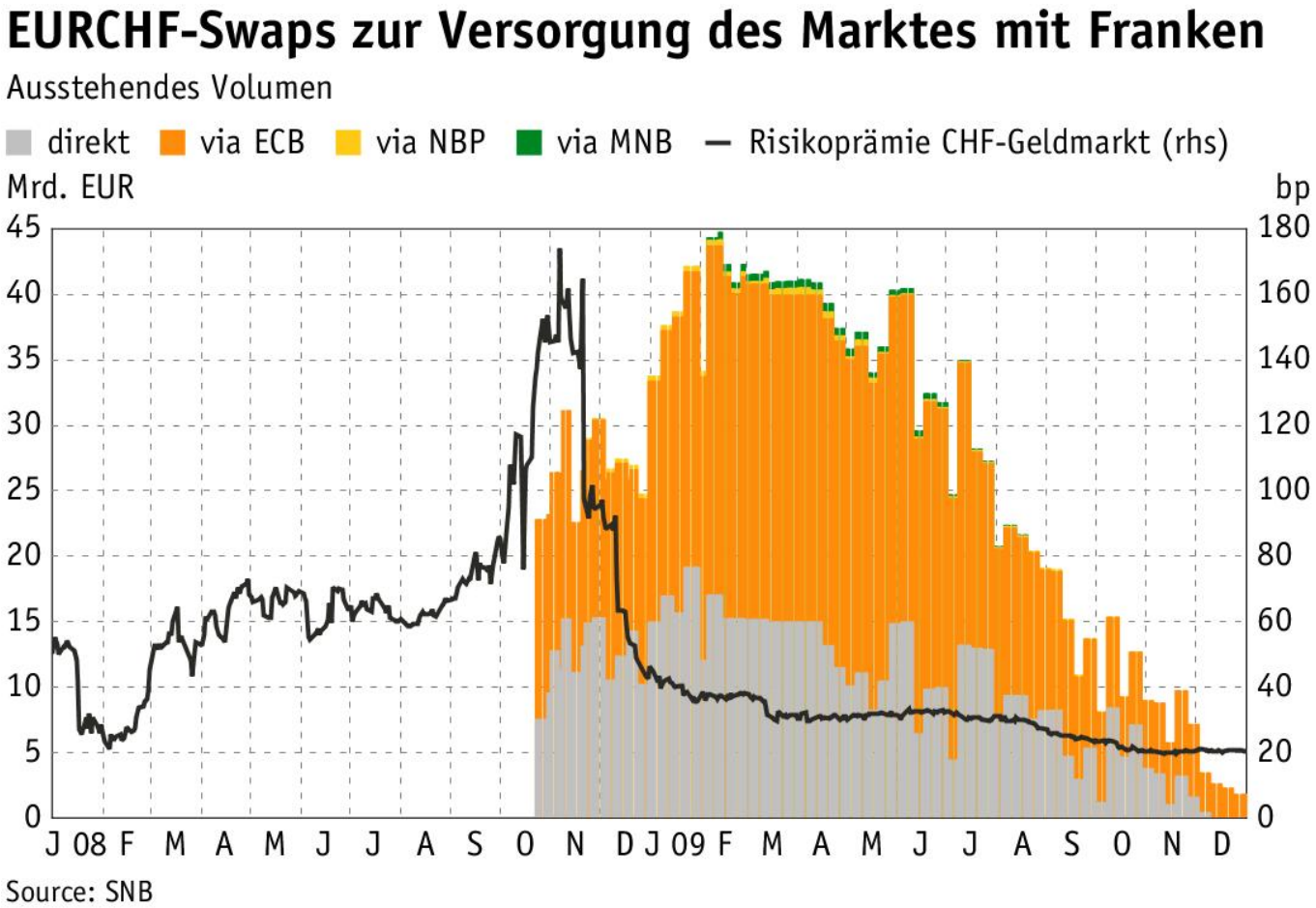
11.05.2012 17:44:46

Zusammenarbeit 1: Regelmässiges „Miteinander Reden“

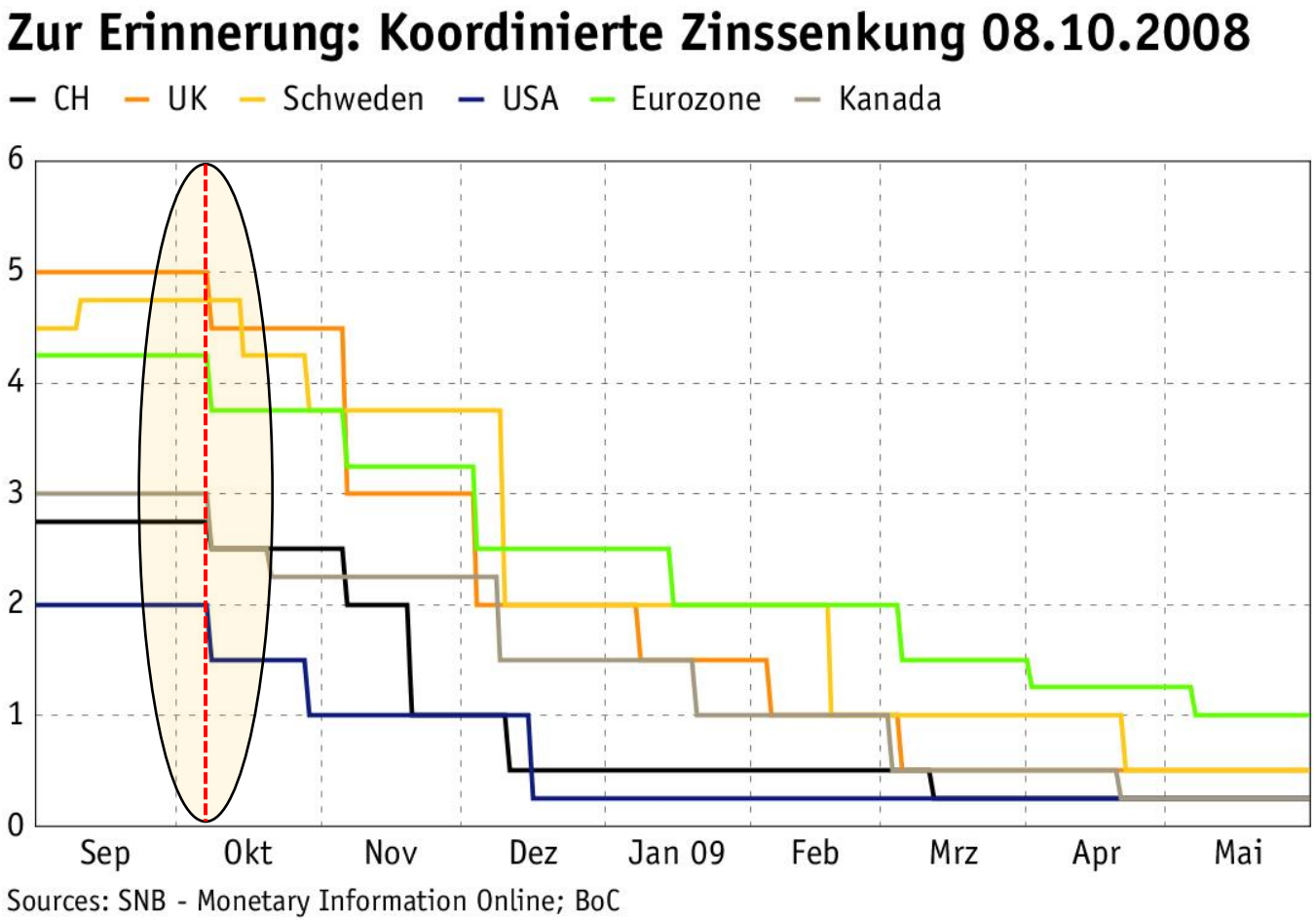
- Erfahrungs- und Informationsaustausch
- Unterstützt optimale Implementierung der autonomen Geldpolitik
- Schafft gegenseitiges Verständnis für jeweilige Herausforderungen
- Regelmässige Treffen der Zentralbank-Gouverneure in Basel

Zusammenarbeit 2: Sicherstellen der Funktionsfähigkeit der globalen Geldmärkte

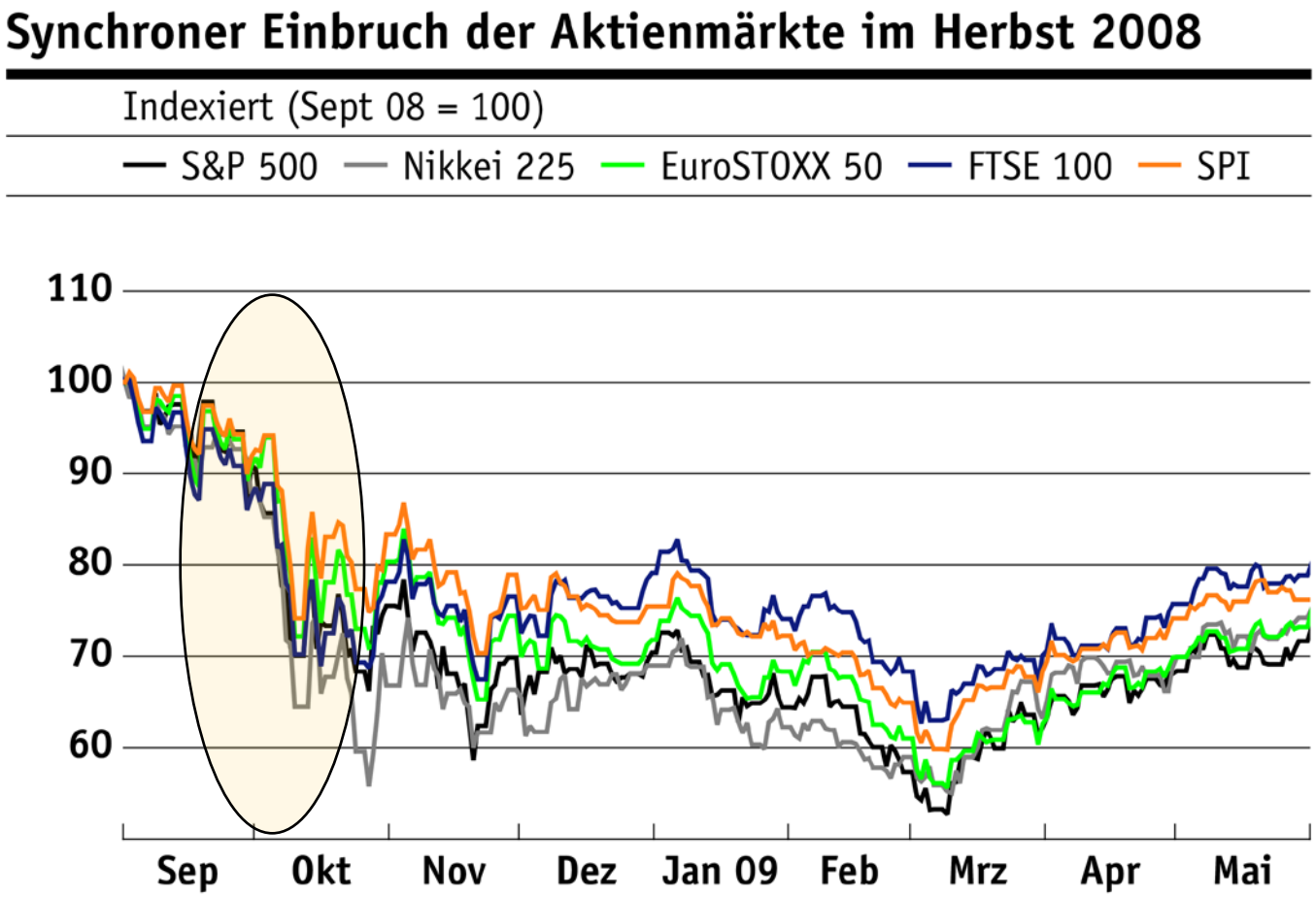
Devisenswap-Abkommen mit der EZB zwecks Versorgung des internationalen CHF-Geldmarktes



Zusammenarbeit 3: Makroökonomische Stabilität in einer globalen Krise sicherstellen



Hintergrund: Deutliche Zunahme der Risiken einer globalen Wachstumsabschwächung



Quelle: SNB

Fazit: Zum Verhältnis von Autonomie und Zusammenarbeit in der Geldpolitik

- Grundsatz: Autonomie jeder Zentralbank mit Blick auf Erfüllung des Mandats
- Optimale Erfüllung durch Zusammenarbeit wesentlich unterstützt
- Zusammenarbeit gerade in Krisenzeiten von grosser Bedeutung
- Insbesondere für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz