
Eine neue Rolle für die Zentralbanken?

Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft

Thomas J. Jordan

Präsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 16. Januar 2014

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2014

* Der Referent dankt Peter Kuster für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank gilt zudem Katrin Assenmacher, Rita Kobel, Thomas Moser, Attilio Zanetti und dem Sprachendienst der SNB.

Sehr geehrte Damen und Herren

Der Wohlstand in einem Land hängt wesentlich davon ab, wie die verschiedenen Akteure ihre Rolle und ihre Verantwortung wahrnehmen. Dies gilt für die privaten Akteure genauso wie für die staatlichen Institutionen.

Die privaten Akteure müssen innerhalb der regulatorischen Rahmenbedingungen ihre Rolle und ihr Geschäftsmodell ständig überprüfen und sich anpassen, damit sie sich langfristig am Markt behaupten können. Nur so sind sie in der Lage, Arbeitsplätze und Einkommen für die Bevölkerung zu schaffen und zu sichern. Dies ist angesichts der in den letzten Jahren erfolgten dramatischen Veränderung sowohl des regulatorischen als auch des wirtschaftlichen Umfelds keine leichte Aufgabe.

Ich möchte heute jedoch nicht über die künftige Rolle und die Herausforderungen von anderen sprechen, sondern gewissermassen in den Spiegel schauen. Müssen nicht auch die Zentralbanken nach der Finanz- und Schuldenkrise ihre Rolle gründlich überdenken und allenfalls neu interpretieren? Natürlich sind Zentralbanken – anders als die privaten Akteure in einer Volkswirtschaft – an das vom Gesetzgeber erteilte Mandat gebunden. Dieses ist aber in den meisten Ländern mit Absicht vergleichsweise allgemein verfasst, wobei in aller Regel die Sicherung der Preisstabilität im Zentrum steht.

In der Umsetzung ihres Mandats verfügen die Zentralbanken, wie sich in den letzten Jahren gezeigt hat, über einen ausgedehnten Handlungsspielraum. Sie haben zunächst als Antwort auf die Krise die Zinsen auf null gesenkt. Danach haben sie mit neuartigen Instrumenten die Geldpolitik weiter gelockert. Gleichzeitig mussten die Zentralbanken zur Sicherung der Finanzstabilität dem Bankensystem umfangreiche Liquiditätshilfe gewähren. Die Zentralbankbilanzen erreichen heute daher Dimensionen, die sämtliche früheren Vorstellungen sprengen. Darüber hinaus haben viele Zentralbanken insbesondere im Bereich der Finanzstabilität zusätzliche Kompetenzen erhalten und neue Aufgaben übernommen.

Die von der globalen Finanzkrise ausgelösten Erschütterungen machten auch vor unserem Land nicht halt. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) sah sich daher ebenfalls gezwungen, Neuland zu betreten. In der Krise musste zuerst der Frankengeldmarkt funktionsfähig gehalten und dann die grösste Bank der Schweiz stabilisiert werden. Später bedrohte eine massive Aufwertung des Frankens die Volkswirtschaft in ihrem Kern und schuf ein Deflationsrisiko. Die SNB war zur Stelle – mit Liquiditätsspritzen, mit dem StabFund, mit Devisenmarktinterventionen und mit dem Mindestkurs. Ein verlässlicher Indikator für die Intensität der Eingriffe ist unsere Bilanz. Vor Ausbruch der Krise Ende 2006 betrug die Bilanzsumme etwas über 100 Mrd. Franken, heute sind es fast 500 Mrd. Im Bereich der Finanzstabilität hat auch die SNB einige neue Aufgaben erhalten, namentlich bei den makroprudenziellen Massnahmen. Die bekanntesten dieser Massnahmen sind wohl der antizyklische Kapitalpuffer und die Festlegung der systemrelevanten Banken und Funktionen.

In ihrer Rolle als Feuerwehr sind die Zentralbanken bisher insgesamt erfolgreich gewesen. Es ist ihnen gelungen, einen Absturz der Weltwirtschaft in eine Depression zu verhindern und die Preisstabilität zu sichern. Darüber hinaus haben sie in vielen Ländern, Seite an Seite mit den Regierungen, das Bankensystem gestützt. Damit ist auch Zeit gewonnen worden – Zeit, die vielerorts zur Behebung der zugrundeliegenden Probleme genutzt werden sollte. Zu den Massnahmen, die dazu ergriffen werden sollten, gehören in vielen Ländern klug konzipierte strukturelle Wirtschaftsreformen sowie die umfassende Sanierung der Staatsfinanzen.

Die Kehrseite des Erfolgs der Zentralbanken besteht darin, dass der Eindruck entstehen könnte, eine Wurzelbehandlung der strukturellen Probleme sei eigentlich gar nicht nötig. Etwas pointiert formuliert lautet dieser Trugschluss: Nachdem die Zentralbanken so viel getan haben, um die Wirtschaft und das Finanzsystem vor dem Zusammenbruch zu retten, sollen sie nun doch gleich dauerhaft für solides Wirtschaftswachstum, hohe Beschäftigung, tiefe Zinsen und einen gesunden Immobilienmarkt sorgen.

Eine solch extreme Erwartungshaltung ist äusserst gefährlich. Zentralbanken würden so in die Rolle gedrängt, Aufgaben zu erfüllen, für die sie weder die nötigen Kompetenzen noch die geeigneten Instrumente haben. Das könnte wiederum andere Akteure dazu verleiten, ihre Verantwortung nicht mehr wahrzunehmen. Die Krise würde so möglicherweise verschleppt, aber bestimmt nicht überwunden. Es mag politisch opportun erscheinen, die Probleme auf die lange Bank zu schieben, statt Lösungen auszuarbeiten. Doch die Rechnung für die Volkswirtschaft und die Gesellschaft würde langfristig horrend ausfallen.

Was können Zentralbanken gegen unrealistische Erwartungen tun? Sie können zum Beispiel unmissverständlich und mit Nachdruck kommunizieren, welches ihre Rolle ist und wo ihre Grenzen sind. Aus dieser Perspektive lade ich Sie dazu ein, sich mit mir kurz nach Jahresbeginn auf eine kleine Tour d’horizon zu wagen.

Ich werde zuerst einige ausgewählte Aspekte der Geldpolitik beleuchten. Dabei liegt der Brennpunkt auf der langfristigen Ausrichtung. Später werde ich auf den Bereich der Finanzstabilität eingehen. Die mit diesen Streiflichtern gesammelten Einsichten sollen schliesslich dazu dienen, die im Referatstitel aufgeworfene Rollenfrage zu beantworten. Weil es viele nationale Eigenheiten gibt, kann ich dabei natürlich nicht für alle Zentralbanken sprechen. Deshalb lege ich das Augenmerk auf die Schweiz und die SNB. Wie in anderen Wirtschaftsbereichen gilt dabei indes, dass Entwicklungen im Ausland über die internationalen Finanzmärkte Auswirkungen auf die Schweiz und somit die SNB haben. Dies unterstreicht, wie wichtig es für uns ist, dass auch im Ausland die Weichen für die Zentralbanken in dieser Hinsicht richtig gestellt sind.

Rolle in der Geldpolitik weitgehend unverändert

Lassen Sie mich nun mit der Rolle der Zentralbanken in der Geldpolitik beginnen. Nichts ändern sollte sich meiner Meinung nach am Kernmandat. So ist der geldpolitische Auftrag der SNB nach wie vor überzeugend. Die SNB hat als unabhängige Zentralbank die Preisstabilität

zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Das Nationalbankgesetz räumt uns grosse Flexibilität in der Umsetzung ein. Dies hat massgeblich dazu beigetragen, dass wir in der Krise auch unter extremen Bedingungen handlungsfähig geblieben sind. Als die Nullzinsgrenze erreicht war, konnten wir rasch und resolut neue Instrumente einsetzen, auch wenn dies mit erheblichen Bilanzrisiken verbunden war. Dadurch ist es uns gelungen, unser Mandat zu erfüllen und die Preisstabilität sicherzustellen. Wie hätten wir beispielsweise den Mindestkurs glaubwürdig festlegen und durchsetzen sollen, wenn uns das Gesetz Einschränkungen hinsichtlich der Bilanz unterworfen hätte?

Die zentrale Bedeutung der Preisstabilität war lange Zeit unbestritten. Durch die Krise hat nun aber die recht alte Diskussion über die «optimale» Zielsetzung der Geldpolitik neue Nahrung erhalten.

Erstens wird die Frage aufgeworfen, ob Preisstabilität nicht breiter zu interpretieren sei und neben Konsumentenpreisen auch Vermögenspreise umfassen sollte, um künftige Finanzkrisen zu vermeiden. Aus meiner Sicht wäre das aber die falsche Schlussfolgerung. Zwar ist es richtig, dass eine Zentralbank die Entwicklung der Vermögenspreise und insbesondere der Immobilienpreise nicht vernachlässigen kann und darf. Allerdings sollte sie nicht versuchen, Vermögenspreise mit Hilfe des Zinsinstruments zu stabilisieren, wenn dies zu einem Zielkonflikt mit der Preisstabilität führen würde. Es braucht in einem solchen Fall deshalb makroprudenzielle Instrumente, um Übertreibungen an den Immobilienmärkten entgegenzuwirken. Ich komme bei meinen Bemerkungen zur Rolle der Zentralbank in der Finanzstabilität darauf zurück.

Zweitens wird die Frage gestellt, ob die von den meisten Zentralbanken angestrebten Inflationsziele nicht zu tief angesetzt seien. Höhere Inflationsziele, so lautet die Argumentation, brächten in Normalzeiten auch höhere Nominalzinsen mit sich. Dadurch würde der Spielraum der konventionellen Geldpolitik vergrössert, weil die zinspolitische Nullgrenze weniger schnell erreicht würde. Auch diese Begründung scheint mir nicht schlüssig zu sein. Beispielsweise ist vor dem Hintergrund der Geschichte der Inflationsbekämpfung die Annahme, die gut verankerten Inflationserwartungen könnten einfach so gelöst und dann gleich wieder auf dem gewünschten höheren Niveau festgezurrert werden, ziemlich verwegen. Höhere Inflation ist in der Regel auch mit grösseren Schwankungen der Inflation verbunden. Die Kosten einer höheren und stark schwankenden Inflation müssten dem vermeintlichen Nutzen gegenübergestellt werden. Dieser Nutzen dürfte aber in Tat und Wahrheit gering ausfallen. So hat sich die zinspolitische Nullgrenze nicht als unüberwindbares Hindernis für die Geldpolitik herausgestellt. Zudem ist es auch fraglich, ob der Spielraum mit um ein bis zwei Prozentpunkten höheren Nominalzinsen ausreichend gewesen wäre, um in der Krise die zinspolitische Nullgrenze zu vermeiden.

Drittens wird vorgeschlagen, das Kriterium der Preisstabilität durch weitere Richtgrössen zu ergänzen, beispielsweise in Bezug auf Beschäftigung und Wachstum. Wachstum und Beschäftigung sind selbstverständlich zentrale volkswirtschaftliche Grössen. Dem trägt unser

Mandat mit dem Verweis auf die konjunkturelle Entwicklung Rechnung. Konkrete Vorgaben für Wachstum und Beschäftigung würden jedoch wiederum Erwartungen schüren, denen die SNB auf Dauer nicht genügen könnte. Das Ziel der Geldpolitik mit Blick auf die Konjunktur muss vielmehr lauten, die grösseren Risiken zu reduzieren und Extremsituationen für die Volkswirtschaft zu entschärfen. Ein anschauliches Beispiel dafür war die massive Frankenaufwertung in den Sommermonaten 2011, auf die wir bekanntlich mit dem Mindestkurs geantwortet haben.

Dagegen eignet sich Geldpolitik nicht für eine Feinsteuerung der Wirtschaft. Die Praxis hat nämlich gelehrt, dass es unmöglich ist, eine Geldpolitik zu betreiben, die auf jegliche konjunkturelle Schwankungen umgehend und nuanciert antwortet. Geldpolitik kann auch eine nachhaltige Wachstumspolitik, eine ausgewogene Steuerpolitik, einen funktionierenden Arbeitsmarkt oder eine offene Welthandelsordnung nicht ersetzen. Es ist wichtig, dass diesbezüglich keine Illusionen entstehen. Die Geldpolitik kann nicht für alles die Verantwortung übernehmen.

Worte alleine genügen nicht, es braucht auch Taten

Neben der Diskussion um das richtige Ziel der Geldpolitik hat die Krise auch eine Debatte über die optimale Kommunikation angefacht. Ein Zusammenhang ist unbestritten: Je ausserordentlicher die Massnahmen der Geldpolitik sind, desto grösser ist grundsätzlich der Informationsanspruch der Öffentlichkeit. So haben unkonventionelle Massnahmen potenziell andere Verteilungswirkungen als eine Geldpolitik, die mit dem Standardinstrumentarium betrieben wird. Entsprechend steht jede Zentralbank, die solche Mittel einsetzt, in der Pflicht, transparent darzulegen, weshalb diese unabdingbar sind, um ihren Auftrag zu erfüllen.

Die Begründung und die Erläuterung von geldpolitischen Entscheiden sollten so transparent wie möglich sein. Die Geldpolitik muss für Märkte, Wirtschaftsakteure und Politik verständlich und nachvollziehbar sein. Darauf legt die SNB grossen Wert, und wir sind daher sehr bestrebt, die Beweggründe für unsere geldpolitischen Entscheide eingehend darzulegen und mit der Öffentlichkeit einen intensiven Dialog darüber zu führen. Allerdings gilt auch für die Transparenz: Mehr muss nicht in jedem Fall zwangsläufig besser sein. Transparenz kann unter Umständen auch kontraproduktiv sein.

Ein Beispiel dafür wäre die Veröffentlichung der Protokolle des Nationalbankdirektoriums zur Geldpolitik. Hier gilt es, die spezielle Situation der Schweiz zu berücksichtigen. Das Direktorium ist mit nur drei Personen ein im internationalen Vergleich sehr kleines Entscheidungsgremium, das zudem traditionell seine Entschlüsse im Konsens fasst. Eine Publikation der Sitzungsprotokolle würde mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einer weniger offenen Diskussion im Gremium führen, worunter letztlich die Qualität der Entscheidungsfindung litte. Zudem trüge eine Publikation in der Realität hierzulande wohl kaum zu einem besseren Verständnis der Geldpolitik in der Öffentlichkeit bei. Deshalb sehen wir mit Blick auf diese Schweizer Eigenheiten davon ab, unsere Sitzungsprotokolle offenzulegen.

Ein weiteres Mittel zur Erhöhung der Transparenz und damit auch der Wirksamkeit der Geldpolitik könnten Angaben zum künftigen Verlauf der Leitzinsen sein. Die sogenannte Forward Guidance mag für manche Zentralbank nützlich sein, birgt aber einige Tücken und kann leicht in Konfusion am Markt münden, insbesondere wenn die Guidance an zu viele Bedingungen geknüpft ist. Damit Sie mich nicht falsch verstehen: Es ist durchaus richtig, wenn Zentralbanken der Öffentlichkeit erläutern, wie die Geldpolitik auf bestimmte Entwicklungen reagieren würde. Dies ist auch nicht neu. Im Fall der SNB erlaubt beispielsweise bereits die bedingte Inflationsprognose, unser Hauptindikator für den Zinsentscheid und ein wichtiges Element der Kommunikation, gewisse Rückschlüsse auf den künftigen Zinsverlauf. Momentan unterstreichen wir zudem, dass als Folge der tiefen Inflation und des Aufwertungsrisikos auf absehbare Zeit der Mindestkurs im Mittelpunkt der Umsetzung der Geldpolitik steht.

Sie sehen: Die SNB verfolgt die internationalen Debatten um das richtige Ziel und die optimale Kommunikation der Geldpolitik aufmerksam. Eine Zentralbank darf aber nicht einfach unüberlegt auf geldpolitische Trends aufspringen. Vielmehr muss sie bei Änderungen sehr behutsam und mit Bedacht vorgehen. Unsere geldpolitische Strategie hat sich in der Krise bewährt, und wir haben daher keinen Anlass, davon abzurücken. Das gilt ebenso in Bezug auf die Kommunikation. Es ist klar, dass diese in Krisenzeiten besonderen Ansprüchen gegenübersteht. Sie muss sich dann noch mehr als sonst auf die wesentlichen Botschaften konzentrieren. Um keine Missverständnisse aufkommen zu lassen, müssen diese Botschaften einfach und glasklar sein. Dennoch genügen Worte alleine nicht immer. Eine Zentralbank muss bereit sein, ihren Worten auch Taten folgen zu lassen. Ein gutes Beispiel dafür findet sich im Frühsommer 2012. Als damals die europäische Schuldenkrise eskalierte und in der Folge am Währungsmarkt der Aufwertungsdruck auf den Franken enorm war, setzten wir den Mindestkurs mit umfangreichen Devisenkäufen resolut durch.

Ein letztes Schlaglicht zur Geldpolitik: Während der Krise haben Zentralbanken international besonders eng zusammengearbeitet. Die SNB hat sich beispielsweise im Jahr 2008 an einer koordinierten Zinssenkung beteiligt, zur Entspannung der Geldmärkte Swapabkommen abgeschlossen und einen intensiven Gedankenaustausch mit anderen Zentralbanken gepflegt. Am Grundsatz, wonach die SNB eine autonome Geldpolitik für ihren eigenen Währungsraum führt, ändert dies aber kein Jota. Zusammenarbeit und Autonomie sind keine Gegensätze. Vielmehr verstärkt und fördert eine gute Zusammenarbeit die Wirkung von autonom getroffenen geldpolitischen Entscheiden. Zur Illustration kann an dieser Stelle wiederum der Mindestkurs herangezogen werden. Er genießt nicht zuletzt auch dank des guten Dialogs mit anderen Zentralbanken eine international hohe Akzeptanz. Apropos Autonomie und Mindestkurs: Auch dies sind keine Gegensätze. Der Mindestkurs schränkt unsere geldpolitische Autonomie nicht ein, wie dies vereinzelt fälschlicherweise behauptet wird, sondern ist Ausdruck der gelebten geldpolitischen Autonomie. Der Mindestkurs stellt keine Annäherung und schon gar keine Anbindung an den Euro dar. Vielmehr sichert er unserem Land angemessene monetäre Bedingungen in einem nach wie vor äusserst schwierigen wirtschaftlichen Umfeld. Dabei ist der Franken weiterhin hoch bewertet.

Eine autonome, den Bedürfnissen des eigenen Landes entsprechende Geldpolitik kann eine Zentralbank auf Dauer nur verfolgen, wenn sie unabhängig ist. Unabhängigkeit bildet deshalb eine weitere Voraussetzung dafür, dass eine Zentralbank jederzeit handlungsfähig ist. Unabhängigkeit ist mehr als ein abstraktes Konstrukt. Sie gibt der Zentralbank die Freiheit, wenn nötig rasch, resolut und glaubwürdig handeln zu können. Sie umfasst aber auch die Verantwortung, diese Freiheit strikt im Sinne des gesetzlichen Mandats zu nutzen, ungeachtet der aktuellen politischen Wetterlage. Die Unabhängigkeit ist keine Selbstverständlichkeit, sondern ein Privileg. Es wurde uns durch die Bundesverfassung verliehen, damit wir das Ziel der Preisstabilität über die lange Frist erreichen können. Als Gegenstück zur Unabhängigkeit besteht eine umfassende Rechenschafts- und Informationspflicht gegenüber Parlament und Öffentlichkeit. Damit ist die SNB fest in unseren demokratischen Rechtsstaat eingebettet. Eine mit einer Carte blanche ausgestattete Behörde wäre ein Fremdkörper in einer freien Gesellschaft.

Bund und Kantone schaffen günstiges Umfeld

Unabhängigkeit muss aber auch gelebt werden. Die SNB darf keine Instruktionen von politischen Behörden entgegennehmen, und sie darf sich auch von der öffentlichen Meinung nicht unter Druck setzen lassen. Sie muss nach bestem Wissen und Gewissen gemäss ihrem Auftrag eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes führen. Es liegt in der Natur der Sache, dass unsere Geldpolitik nicht jederzeit bei allen auf Beifall stossen kann. Eine unabhängige Zentralbank darf sich davon nicht irritieren lassen.

Zur Sicherung der Unabhängigkeit hat der Gesetzgeber verschiedene Mechanismen vorgesehen. Einer kommt beispielsweise in unserer auf Basis des Nationalbankgesetzes entwickelten Ausschüttungspraxis zum Ausdruck. Wir schütten gerne Geld an Bund und Kantone aus, doch können wir dies nur tun, sofern unsere Bilanz und das Jahresergebnis es zulassen. Wie wir vor einigen Tagen bekanntgegeben haben, wird das für das Geschäftsjahr 2013 leider erstmals seit Beginn der Gewinnausschüttung in der heutigen Form vor über 20 Jahren nicht der Fall sein. Damit kommt die im Gesetz klar definierte Ausschüttungsregelung zum Tragen, die automatisch auf die im Zuge der Krisenbekämpfung gestiegenen Risiken in unserer Bilanz Rücksicht nimmt. Der Gesetzgeber misst einer starken Bilanz der SNB eine höhere Bedeutung zu als Ausschüttungen an Aktionäre sowie an Bund und Kantone. Dadurch unterstützt er die SNB darin, eine unabhängige Geldpolitik zu führen, was gerade in schwierigen Zeiten besonders wertvoll ist. Ich bin mir allerdings bewusst, dass der Ausfall der Ausschüttung speziell für Bund und Kantone sehr schmerzlich sein kann und eine Herausforderung darstellt. Auch künftig sind allerdings Ausschüttungen nicht garantiert, weil unsere Ergebnisse weiterhin starken Schwankungen unterworfen sein werden.

Bund und Kantone leisten indes in einem anderen Feld einen noch wichtigeren Beitrag zur Unabhängigkeit der Geldpolitik. Sie haben die guten Jahre vor der Krise dazu genutzt, die öffentlichen Finanzen recht wetterfest zu machen. Während der Krise war die Schweiz denn auch eines der wenigen Länder, in denen sich die Lage der öffentlichen Haushalte nicht mas-

siv verschlechtert hat. Solide Staatsfinanzen sind zentral für die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft sowie für die Sicherung der Sozialwerke und somit für den sozialen Zusammenhalt. Eine übermässige Staatsverschuldung kann längerfristig auch die Preisstabilität und die Unabhängigkeit der Geldpolitik gefährden, weil dann beispielsweise die Versuchung wächst, die Zinsen zu lange auf sehr tiefem Niveau zu halten.

Lassen Sie mich an dieser Stelle ein kurzes Zwischenfazit zur Rolle der SNB in der Geldpolitik ziehen. Ich bin der festen Überzeugung, dass am geltenden Mandat der SNB und somit an ihrer grundsätzlichen Rolle in der Geldpolitik nichts geändert werden sollte. Wir haben die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Das ist ein vernünftiges und überzeugendes Mandat. Auch hat sich unsere klare Definition der Preisstabilität bewährt. Die SNB setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr gleich. Deflation, also ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, verletzt das Ziel der Preisstabilität ebenfalls. Allerdings reagieren wir nicht mechanisch auf die Inflationsentwicklung. Zentral ist überdies die hohe Flexibilität im Einsatz der Instrumente und in der Ausdehnung der Bilanz. Beides erlaubt eine rasche und wirksame Bekämpfung von grossen wirtschaftlichen Störungen, wie sich in der Krise eindrücklich gezeigt hat. Neue geldpolitische Instrumente dienen lediglich dazu, unser Mandat in einem gewandelten Umfeld zu erfüllen.

Wichtig scheint mir zudem zu sein, dass die Zentralbanken keine Aufgaben übernehmen, die sie mit ihren Instrumenten nicht erfüllen können und die falsche Erwartungen und Hoffnungen wecken. Damit die Geldpolitik wirksam bleibt, darf nicht vom Mandat der Preisstabilität abgerückt werden. Auf die Länge können die Zentralbanken zu hochgesteckte Erwartungen nur enttäuschen. Dadurch verlören sie an Glaubwürdigkeit in ihrem Kerngebiet, was die Politik auf den Plan rufen könnte. Dann stünde auch die Unabhängigkeit zur Disposition. Vorsicht empfiehlt sich auch gegenüber geldpolitischen Trends. Die SNB jedenfalls wird solche nicht einfach mitmachen, sondern weiterhin auf einem Weg voranschreiten, der den Bedürfnissen unseres Landes angepasst ist.

Erweiterte Rolle und neuer Ansatz in der Finanzstabilität

Wenden wir uns nun der Finanzstabilität zu. Finanzstabilität heisst, dass Akteure des Finanzsystems ihre Funktionen erfüllen können und gegenüber Störungen widerstandsfähig sind. Sie bildet eine wichtige Voraussetzung dafür, dass sich eine Volkswirtschaft entfalten und die Geldpolitik umgesetzt werden kann. Dass Zentralbanken einen wichtigen Beitrag zur Finanzstabilität leisten, liegt daher nahe und ist auch nicht neu. Im Gegenteil, eine ganze Reihe von ihnen wurden sogar eigens zu diesem Zweck gegründet. Hintergrund war, dass eine Zentralbank als letzte Liquiditätsquelle in Krisenzeiten (lender of last resort) fungieren und damit das Bankensystem vor einem Kollaps schützen kann.

In der Schweiz kam die Rolle der letzten Liquiditätsquelle seit jeher der SNB zu. Das vor gut zehn Jahren revidierte Nationalbankgesetz hielt die SNB erstmals explizit dazu an, im Rah-

men ihres Mandats einen Beitrag zur Finanzstabilität zu leisten. Mit dem Begriff «Beitrag» soll zum Ausdruck gebracht werden, dass die Finanzstabilität auch von anderen staatlichen Institutionen beeinflusst wird und zudem nie absolut garantiert werden kann.

Für ihren Beitrag zur Finanzstabilität standen der SNB neben dem geldpolitischen Instrumentarium, das hauptsächlich auf den Zins abstellte, bis vor kurzem nur zwei Wege offen. Sie konnte zum einen auf die Überzeugungskraft ihrer guten Argumente bauen und hoffen, dass die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer die richtigen Schlüsse daraus zögen, damit es gar nicht zu einer Krise käme. Wichtigstes Beispiel dafür ist unser jährlicher Bericht zur Finanzstabilität. Seit 2003 nehmen wir darin eine Einschätzung der Stabilität des Bankensektors vor, weisen auf Spannungen sowie Ungleichgewichte hin und geben Empfehlungen ab. Zum anderen konnte die SNB einer Bank, die gleichwohl in eine Krise geriet, mit einer ausserordentlichen Liquiditätshilfe beistehen, wenn dies für das Funktionieren des Finanzsystems unerlässlich war. Ein Anwendungsfall einer solchen ausserordentlichen Liquiditätshilfe war die Stützung der UBS im Jahr 2008.

Vorbeugen ist besser als Heilen

Die Krise hat vor Augen geführt, dass es erstens für Zentralbanken nicht einfach ist, alle Risiken frühzeitig zu erkennen. Zweitens werden, wenn die Zentralbanken konkrete Risiken ansprechen, ihre Warnungen mitunter in den Wind geschlagen. Die Krise hat ebenso aufgezeigt, dass eine Politik, die sich allein auf das Aufräumen beschränkt, nachdem eine Party bereits ausser Rand und Band geraten ist, sehr kostspielig werden kann. Zudem gibt es Konstellationen, in denen das Zinsinstrument aus geldpolitischen Gründen nicht im Sinne der Finanzstabilität eingesetzt werden kann. In der Schweiz kennen wir eine solche Situation seit einigen Jahren nur zu gut. Am Hypothekar- und Immobilienmarkt entwickeln sich Ungleichgewichte, die ein Risiko für die Finanzstabilität bilden. Diesem Risiko könnte grundsätzlich durch höhere Zinsen begegnet werden. Doch lässt das übergeordnete geldpolitische Ziel der Preisstabilität auf absehbare Zeit keinerlei Zinserhöhungen zu.

Geldpolitische Instrumente, Rhetorik und Nothilfe allein reichen also nicht aus, um einen wirksamen Beitrag zur Finanzstabilität zu leisten. Gewissermassen nach dem Motto «Vorbeugen ist besser als Heilen» wurden deshalb weltweit neue Werkzeuge entwickelt, die sogenannte makroprudenziellen Massnahmen. Sie zielen darauf ab, die Widerstandskraft des Finanzsystems insgesamt zu stärken und zugleich dem Aufbau von Exzessen an den Vermögens- und Kreditmärkten vorzubeugen.

Die Bedenken, die früher gegen einen präventiven Ansatz vorgebracht wurden, sind allerdings nicht ganz falsch. Tatsächlich ist es einer Zentralbank in der Regel nicht möglich, den Aufbau eines Exzesses an den Finanz- und Vermögenmärkten in Echtzeit vollständig zu erfassen, punktgenau einzugreifen und dadurch just im richtigen Moment gefährliche Blasenbildungen zu unterbinden. Das ist jedoch auch gar nicht Absicht und Anspruch des heutigen makroprudenziellen Instrumentariums. So wenig sich die Geldpolitik für eine Feinsteuerung der Wirt-

schaft eignet, so wenig taugen makroprudenzielle Massnahmen zur Feinsteuerung der Vermögens- und Kreditmärkte. Vielmehr geht es darum, mit relativ begrenzten Eingriffen absehbare gröbere Fehlentwicklungen zu verhindern, die später möglicherweise die Finanzstabilität gefährden könnten.

Während international ein breiter Konsens herrscht, dass die neuen Instrumente sinnvoll sind, klaffen die Auffassungen darüber, wie der institutionelle Rahmen für deren Anwendung gestaltet werden soll, weit auseinander. Teilweise wurden neue Gremien geschaffen, die sich mit dem Einsatz von makroprudenziellen Instrumenten befassen sollen. Eine andere Variante besteht darin, die Verantwortung für makroprudenzielle Massnahmen vollumfänglich in die Hand der Zentralbank zu legen. Sogar noch weiter sind einige Länder gegangen, die der Zentralbank auch gleich die klassische, auf die einzelne Bank ausgerichtete Aufsicht übertragen haben. Ebensowenig lassen sich die in den verschiedenen Ländern eingeführten Massnahmen und Instrumente selber über einen Leisten schlagen. Es gibt hier nicht a priori richtig oder falsch, weil Organisation und Natur der makroprudenziellen Instrumente den Eigenheiten des Bankensystems im jeweiligen Land Rechnung tragen müssen.

Welchen Ansatz hat die Schweiz gewählt? Im Bereich der Finanzstabilität hat sie sich für einen Rahmen entschieden, in dem die Kompetenzen klar den bestehenden Institutionen zugewiesen sind. Strukturen und Instrumentarium gehorchen dem Prinzip «so viel wie nötig, so wenig wie möglich». Aus meiner Sicht passt diese Regulierungsphilosophie gut zu unserem Land. Machtballungen entsprechen nämlich nicht der Kultur des Machtausgleichs und der Machtbegrenzung, die in unserem Land gepflegt wird und mit der es gut gefahren ist. So wurde denn auch bei uns im Unterschied zum internationalen Trend die mikroprudenzielle Bankenaufsicht nicht der Zentralbank einverleibt. Die Institutsaufsicht obliegt somit unverändert der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht, der FINMA.

Im makroprudenziellen Bereich wurde ebenfalls ein schlankes Konzept gewählt, in dem die neuen Verantwortlichkeiten klar auf die verschiedenen Institutionen aufgeteilt sind. Die FINMA ist zuständig für eher strukturelle Massnahmen. Ein Beispiel hierfür sind die Eigenkapitalaufschläge, die systemisch wichtige Finanzinstitute leisten müssen, um das Too-big-to-fail-Problem zu entschärfen. Solche Instrumente sind darauf ausgerichtet, die Regulierung und die Anreize für einzelne Institute zu verbessern. Deshalb ist es sinnvoll, dass die in der Institutsaufsicht erfahrene FINMA dafür verantwortlich ist. Dagegen übernimmt die SNB eine Schlüsselrolle, wenn es um zyklische Massnahmen geht. Hintergrund dieser Arbeitsteilung ist, dass solche Massnahmen umfassende volkswirtschaftliche Analysen erfordern, die uns nicht fremd sind. Paradebeispiel für eine zyklische Massnahme ist der antizyklische Kapitalpuffer, über dessen Aktivierung der Bundesrat auf Antrag der SNB entscheidet. Bei der Definition der systemrelevanten Banken und Funktionen verfügt die SNB ebenfalls über einen komparativen Vorteil, weil ihr Ansatz auf das Finanzsystem als Ganzes ausgerichtet ist.

Auch wenn die Kompetenz und die Verantwortlichkeit für eine spezifische makroprudenzielle Massnahme eindeutig einer Behörde zugewiesen werden, kann es immer zu Überlappungen

und gegenseitigen Abhängigkeiten kommen. Ein enger Austausch und eine gewisse Koordination zwischen den involvierten Institutionen sind daher sehr nützlich. Deswegen haben die Schweizer Behörden klar geregelt, wie sie ihre Aufgaben abgrenzen und zusammenarbeiten.

Aus rein theoretischer Warte wäre ein Konzept, in dem eine Institution allein für die Finanzstabilität zuständig wäre, vielleicht reizvoller. Die Erfahrungen aus der Finanzkrise liefern indes keine Evidenz, dass das Modell «eine Behörde für alles» anderen Organisationsformen systematisch überlegen gewesen wäre. Vielmehr demonstrierte hierzulande der Fall UBS eindrücklich, dass es durchaus möglich ist, in einer Notlage ein Bündel von umfassenden Massnahmen zugunsten der Finanzstabilität sorgfältig und diskret auszuarbeiten und zeitgerecht umzusetzen, auch wenn verschiedene Institutionen beteiligt sind.

Vor- und umsichtig im makroprudenziellen Neuland

Mit makroprudenziellen Massnahmen haben die Behörden Neuland betreten. Die komplexen Wirkungszusammenhänge zwischen der Geldpolitik, der klassischen Bankenaufsicht und dem makroprudenziellen Instrumentarium sind schwierig zu durchschauen. Wir wissen daher nicht immer ganz genau, wie die verschiedenen Massnahmen wirken. Entsprechend gross ist der Analyse- und Forschungsbedarf auf diesem Gebiet.

Realistischerweise werden wir indes nie – wie dies übrigens auch in der Geldpolitik der Fall ist – über alle endgültigen Antworten verfügen und sämtliche Unsicherheiten ausräumen können. Das darf uns jedoch nicht davon abhalten, diese Instrumente einzusetzen, wenn wir es für nötig erachten. Wir sind dabei bestrebt, dies stets mit der gebotenen Vorsicht und Umsicht zu tun. Deshalb nehmen wir umfangreiche Abklärungen vor, werten die Ergebnisse sorgfältig sowie systematisch aus und treffen gestützt auf im Voraus definierte Kriterien unsere Massnahmen. Analog zur Geldpolitik erhöht sich auch hier die Qualität der Entscheidungsfindung, wenn sie möglichst frei von politischen Einflüssen und Vereinnahmungsversuchen stattfinden kann.

Wenden wir uns nach diesen Gedanken wiederum im Sinne eines Zwischenfazits erneut der Ausgangsfrage nach der Rolle der SNB in der Finanzstabilität zu: Die Zentralbanken spielen seit jeher eine wichtige Rolle in Bezug auf die Finanzstabilität. Doch hat die Krise vor Augen geführt, dass der traditionelle Ansatz, der ausschliesslich auf die Kraft des Wortes baut und Brände löscht, sehr teuer zu stehen kommen kann. Die Übernahme von makroprudenziellen Aufgaben durch die Zentralbanken im Rahmen ihres Beitrages zur Finanzstabilität ist daher grundsätzlich sinnvoll. Weil die Ausgangslage je nach Land sehr unterschiedlich sein kann, existiert allerdings weder über den Umfang dieser Massnahmen noch über die institutionellen Zuständigkeiten ein Konsens. Die Schweiz hat das makroprudenzielle Arsenal auf das Nötigste beschränkt und die Verantwortlichkeiten den verschiedenen Behörden eindeutig zugeordnet. Damit verbunden hat der Gesetzgeber die Rolle der SNB in der Finanzstabilität punktuell erweitert, aber nicht komplett umgeschrieben. Ich bin fest davon überzeugt, dass diese vorsichtige Gangart mit der klaren Verantwortlichkeit sinnvoll ist. Wir setzen alles daran, diese

erweiterte Rolle zugunsten unseres Landes möglichst gut wahrzunehmen, wobei wir von unserem Erfahrungsschatz mit der «traditionellen» Finanzstabilität zehren können.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, wir sind am Ende unseres Streifzugs durch die Geldpolitik und die Finanzstabilität angelangt. Es war mir ein Anliegen, Ihnen aufzuzeigen, welche Rolle Zentralbanken und insbesondere die SNB übernehmen können und welche nicht.

In Bezug auf die Geldpolitik hat sich unsere Rolle nicht geändert, auch wenn der Einsatz und der Umfang der geldpolitischen Instrumente seit Ausbruch der Krise neue Dimensionen angenommen haben. Bei der Finanzstabilität wurde unsere Rolle im Zuge der Erfahrungen aus der Finanzkrise erweitert, wobei die Anpassungen deutlich weniger weit gehen als in etlichen anderen Ländern.

Die SNB verschliesst sich Veränderungen nicht, die im Laufe der Zeit nötig werden. Es lohnt aber an dieser Stelle, sich in Erinnerung zu rufen, dass Zentralbanken nicht allmächtig sind. Entscheidend für uns bleibt, dass der Auftrag in Bezug auf die Geldpolitik und auf die Finanzstabilität sinnvoll formuliert und erfüllbar ist. Die SNB muss auch über die nötigen Instrumente verfügen und diese flexibel anwenden können. Zudem ist es unerlässlich, dass sie in der Erfüllung ihres Auftrages unabhängig handeln kann. Nur unter diesen Bedingungen vermag die SNB die Verantwortung für ihr Mandat wahrzunehmen. Das ist auch ein wichtiger Grund dafür, dass wir generell zurückhaltend sind, wenn neue Aufgaben an uns herangetragen werden.

Eine Zentralbank, die sich für die Erfüllung ihres Auftrags an diesem Modell ausrichtet und dabei konsequent zu hohen Erwartungen entgegentritt, leistet langfristig am meisten für eine gedeihliche Entwicklung der Volkswirtschaft und dient so am besten dem Gesamtinteresse des Landes. Indem sie ihre Aufgaben im Bereich der Preis- und Finanzstabilität über längere Zeit stetig und verlässlich erfüllt, schafft eine Zentralbank Vertrauen in der Bevölkerung und an den Märkten – Vertrauen, das für die wirtschaftliche Entwicklung überaus wichtig ist. Wenn es mir gelungen ist, Sie darin zu bestärken oder dazu zu bringen, diese feste Überzeugung mit mir zu teilen, so hat mein Referat heute Abend seinen Hauptzweck erreicht.