



**Sperrfrist**

19. Mai 2015 18:00

---

## **Fakten und Fiktionen zur schweizerischen Geldpolitik**

Swiss Finance Institute Evening Seminar

**Jean-Pierre Danthine**

Vizepräsident des Direktoriums\*

Schweizerische Nationalbank

Genf, 19. Mai 2015

© Schweizerische Nationalbank, Bern, 2015 (Referat auf Englisch)

---

\* Der Referent dankt Till Ebner und Claudia Strub für die hervorragende Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank gilt zudem dem Sprachendienst der SNB.

## **Einführung**

Ich freue mich sehr, fast sechs Jahre nach meinem Ausscheiden an das Swiss Finance Institute zurückzukehren und hier das Abschlussreferat in meiner Funktion als Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zu halten.

Meine bald zu Ende gehende Amtszeit bei der SNB war geprägt von erheblichen Abweichungen vom geldpolitischen Lehrbuch – sowohl auf konzeptioneller wie operationeller Ebene. Es war, mit anderen Worten, eine Zeit, die in verschiedener Hinsicht alles andere als konventionell verlief: Zentralbanken rund um den Erdball intensivierten ihre Anstrengungen und griffen auf ein immer umfangreicheres, bisher zum Teil noch kaum eingesetztes Arsenal an geldpolitischen Instrumenten zurück, um das im Zuge der Finanzkrise drohende Risiko einer zweiten Grossen Depression zu bekämpfen. Weiter zielten sie darauf ab, die wirtschaftliche Erholung in den unmittelbar folgenden schwierigen Zeiten anzukurbeln.

Auch die SNB hat aussergewöhnliche Instrumente eingesetzt. Allen voran den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro, der vom 6. September 2011 bis 15 Januar 2015 in Kraft war.

Zugleich haben Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden mit immer stärkerer Stimme auf die herausragende Bedeutung eines stabilen Finanzsystems hingewiesen und sich aktiv in die Bemühungen zur Stärkung des globalen wie nationalen Regulierungsrahmens eingebracht.

Dass derart weitreichende, bisher nicht gekannte Änderungen in der Ausgestaltung und Umsetzung eines Schlüsselgebiets der Wirtschaftspolitik zu grundsätzlichen Fragen Anlass geben und tief verankerte Überzeugungen in Zweifel ziehen, überrascht nicht.

Basierend auf den in den letzten paar Jahren gemachten Erfahrungen bei der Durchführung der Geldpolitik werde ich heute versuchen, vier «Fiktionen» der Schweizer Geldpolitik zu relativieren. Dabei werde ich diesen Fiktionen eine Reihe gesicherter Tatsachen zur schweizerischen Geldpolitik gegenüberstellen. Diese Tatsachen sind nicht unbedingt neu, vielmehr sind sie in den günstigeren Zeiten vor der Finanzkrise in den Hintergrund geraten. Die Krise hat ihre Relevanz mit Vehemenz zu Tage gefördert.

### **Fiktion I: Es kann keine negativen Zinsen geben**

Zuerst möchte ich auf den Standpunkt eingehen, dass nominale Zinsen wegen der Nullzinsgrenze nicht negativ werden können.

Diese Auffassung hat sich aufgrund der aktuellen Entwicklungen offensichtlich als Fiktion erwiesen, hat die SNB ihren Referenzsatz doch in den negativen Bereich gesenkt.<sup>1</sup>

Wie nicht anders zu erwarten war, haben die Negativzinsen in der Schweiz eine intensive öffentliche Diskussion ausgelöst. Dies kann mit Befürchtungen erklärt werden, dass die Banken, die bei der SNB ein Giroguthaben halten, die darauf anfallenden Kosten gegebenenfalls auf die Kunden überwälzen werden. Mindestens so wichtig ist allerdings eine grundlegendere

---

<sup>1</sup> Negative Leitzinsen gibt es nicht nur in der Schweiz. Vielmehr handelt es sich um ein Phänomen, das eine zunehmende Anzahl fortgeschrittener Länder wie beispielsweise Dänemark oder Schweden betrifft.

Frage. Auf den ersten Blick widersprechen Negativzinsen der Vorstellung, dass Ersparnisse belohnt werden müssen. Diese Ansicht ist jedoch irreführend. Der Zins widerspiegelt den Preis für den heutigen Konsum im Vergleich zum künftigen Konsum. Er ist ein relativer Preis. Es ist daher nicht völlig undenkbar, dass der Konsum von morgen wertvoller sein kann als derjenige von heute.

Auch wenn negative Nominalzinsen nicht undenkbar sind, sind sie selbstverständlich nicht typisch für einen normalen Wirtschaftsgang. Vielmehr reflektieren sie die gegenwärtig ausserordentlichen Rahmenbedingungen der globalen wie auch der Schweizer Wirtschaft.

Um zu verstehen, weshalb sich die Schweiz einer Zeit mit Negativzinsen gegenüberstellt, müssen wir einen Schritt zurückgehen und uns folgende drei strukturellen Eigenheiten vor Augen führen, welche die stark integrierte Schweizer Wirtschaft charakterisieren: der «traditionelle» Leistungsbilanzüberschuss; eine global gehandelte, frei schwankende Währung, die gemeinhin als «sicherer Hafen» gilt; und als Resultat anhaltend tiefere Zinssätze, insbesondere verglichen mit der Eurozone.<sup>2</sup>

In «normalen» Zeiten ist der traditionelle Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz mit einer stabilen Währung vereinbar, da er durch Nettokapitalabflüsse von Schweizer Investoren und Unternehmen in ähnlicher Höhe kompensiert wird, wobei das negative Zinsgefälle einen ausreichenden Anreiz für diesen Kapitalexport darstellt.

Die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten haben dieses «günstige» Gleichgewicht einer schweren Prüfung unterzogen. Die Finanzkrise hat den globalen Appetit nach als «sicherer Hafen» geltenden Anlagen in Schweizer Franken stark angeregt. Zudem sind die Zinsen weltweit auf beinahe null gefallen, was jegliche Zinsunterschiede praktisch zum Verschwinden gebracht hat. Der Anreiz für Schweizer Investoren, ihre überschüssigen Ersparnisse wieder ins Ausland zu exportieren, hat sich dadurch weiter verringert.

Diese Entwicklungen erklären weitgehend die seit Krisenbeginn beobachteten Nettozuflüsse von privatem Kapital in die Schweiz und die anhaltende Frankenstärke – dies obwohl die Nettozuflüsse durch Kapitalexporte des öffentlichen Sektors mittels Devisenmarktinterventionen der SNB kompensiert wurden.

Diese Entwicklungen werfen zudem ein Schlaglicht auf die erste wichtige Tatsache der Schweizer Geldpolitik: Die Attraktivität des Frankens, sowohl für inländische wie für ausländische Investoren, wird stets von der Höhe des Zinsunterschieds und dem Status des «sicheren Hafens» bestimmt. Letzterer ist in Zeiten erhöhter Unsicherheit von besonderer Bedeutung.

Im aktuellen weltweiten Nullzinsumfeld ist die Erhebung von Negativzinsen daher geldpolitisch notwendig, damit wieder ein nennenswerter Zinsunterschied gegenüber den bedeutenden Volkswirtschaften geschaffen werden kann. Der Negativzins trägt somit dazu bei, dass die relative Attraktivität von Anlagen in fremden Währungen für Schweizer Investoren und Un-

---

<sup>2</sup> Es gibt noch weitere Erklärungen für die tieferen Nominalzinsen in der Schweiz, dazu gehört insbesondere auch die tiefe und stabile Inflation in der Vergangenheit.

ternehmen wieder gegeben ist. Gleichzeitig schmälert er den Anreiz für ausländische Anleger, in Vermögenswerte zu investieren, die in Franken denominated sind. Im Verlauf der Zeit wird dieser grundlegende Mechanismus dazu beitragen, dass sich die gegenwärtig beobachtete Überbewertung des Frankens korrigiert.

Die SNB ist sich sehr bewusst, dass eine Negativzinspolitik, auch wenn ihre Notwendigkeit erwiesen ist, mit schädlichen Nebenwirkungen verbunden ist. Dies gilt namentlich für die Finanzstabilität und die effiziente Verwendung von Kapital, um nur zwei kritische Bereiche zu nennen. Dieses geldpolitische Instrument muss deshalb vorsichtig eingesetzt werden.

## **Fiktion II: Eine Zentralbank kann ihre Bilanz ohne Risiko ausweiten**

Man könnte argumentieren, dass es einen anderen Weg gibt, um dem Aufwertungsdruck auf den Franken entgegenzuwirken, der als Folge des weggefallenen Zinsunterschieds und der erhöhten Nachfrage nach einem «sicheren Hafen» entstanden ist: über einen längeren Zeitraum anhaltende Devisenmarktinterventionen.

Wie Sie alle wissen, war die schweizerische Geldpolitik im Zuge der Finanzkrise – und während eines guten Teils meiner Amtsdauer – auf die Durchsetzung eines Mindestkurses von 1.20 Franken pro Euro ausgerichtet. Diese aussergewöhnliche Politik wurde als temporäre Massnahme eingesetzt, um dem Devisenmarkt eine klare Orientierungshilfe zu geben. Das – erreichte – Ziel war, den übermässigen Aufwertungsdruck auf den Franken zu bekämpfen, der das Risiko von deflationären Entwicklungen und schwerwiegenden Verwerfungen der Schweizer Wirtschaft barg.

Die SNB setzte den Mindestkurs während mehr als drei Jahren durch. Der Erfolg dieser Massnahme gründete hauptsächlich in der Glaubwürdigkeit der SNB, aber eben auch in Devisenmarktinterventionen. Die Devisenanlagen der SNB erhöhten sich in der Folge von 220 Mrd. Franken im August 2011 auf rund 490 Mrd. Franken Ende 2014, was etwa 75% des Schweizer Bruttoinlandprodukts (BIP) entspricht.

Weshalb haben wir diese Politik nicht noch eine Zeitlang weitergeführt, anstatt die Schweizer Wirtschaft den Nachteilen von Negativzinsen und den Herausforderungen einer stärkeren Währung auszusetzen?

Vor dem Hintergrund dieser Frage möchte ich mich direkt einer zweiten Fiktion betreffend schweizerische Geldpolitik zuwenden: der Fiktion, dass eine unbegrenzte Erhöhung der SNB-Bilanz risikolos ist. Diese Fiktion widerspricht dem gesunden Menschenverstand und ist vor allem in Akademikerkreisen anzutreffen.

Ich werde versuchen, einige Missverständnisse bezüglich Zentralbankbilanzen zu klären, indem ich drei wichtige Tatsachen von allgemeiner Gültigkeit hervorhebe, die auf die gegenwärtige Geldpolitik der Schweiz ganz speziell zutreffen.

Erstens ist die Bilanz einer Zentralbank nie ein Ziel für sich allein – ihre Grösse und ihre Zusammensetzung spiegeln lediglich die geldpolitischen Entscheide.

Zweitens bergen grosse Bilanzausweitungen finanzielle und ökonomische Risiken.<sup>3</sup> Dies gilt insbesondere, wenn die der Bilanzausweitung zugrundeliegende Politik Devisenkäufe einschliesst. In diesem Fall werden Wechselkursrisiken auf die Bilanz der Zentralbank genommen.

Drittens sollen Massnahmen, die eine signifikante Bilanzausweitung mit sich bringen, nur solange eingesetzt werden, wie die damit verbundene Risikonahme durch die zugrundeliegenden geldpolitischen Ziele gerechtfertigt ist und die Kosten gedeckt sind, die mit der Bilanzausweitung einhergehen. Es muss dabei berücksichtigt werden, dass sich Kosten und Nutzen einer gegebenen Massnahme im Verlauf der Zeit ändern können, weshalb sie immer wieder überprüft werden müssen.

Ein gutes Beispiel hierfür stellt die Entscheidung der SNB dar, im September 2011 einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro einzuführen und ihn dann zu Beginn dieses Jahres wieder aufzuheben. Um den Mindestkurs durchzusetzen, war die SNB wie erwähnt bereit, am Devisenmarkt uneingeschränkt zu intervenieren. Sie schreckte nicht davor zurück, erhebliche Risiken auf ihre Bilanz zu nehmen, speziell im Jahr 2012. Die Interventionen waren damals vor dem Hintergrund der erneut eskalierenden europäischen Schuldenkrise nötig, um dem Aufwertungsdruck entgegenzuwirken, der von den erheblichen Kapitalzuflüssen und fehlenden Kapitalabflüssen ausging.

Gegen Ende 2014 geriet der Mindestkurs wieder unter stärkeren Druck, was erneut Interventionen der SNB erforderte. Allerdings präsentierte sich das internationale Umfeld, in dem sich der Aufwertungsdruck aufbaute, nun ganz anders. Während in den USA die Erwartungen bezüglich einer Zinserhöhung stiegen und sich der Dollar aufwertete, verstärkten sich in der Eurozone ab Mitte 2014 die Zeichen einer weiteren geldpolitischen Lockerung. In der Folge schwächte sich der Euro ab, und der Euro-Franken-Kurs rückte nahe an die Untergrenze von 1.20. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen, die auch den schwindenden Zinsunterschied widerspiegeln, wurden Anlagen in Franken erneut attraktiver.

Angesichts dieser Umstände und der Aussicht auf ein «Quantitative Easing» in der Eurozone hätte die Fortführung der Mindestkurs-Politik eine permanente, möglicherweise unkontrollierbare Ausweitung der SNB-Bilanz bedeutet. Aus mindestens zwei Gründen hätten sich die mit einer solchen Politik eingegangenen Risiken massiv erhöht und wären nicht mehr zu rechtfertigen gewesen.

Zum einen wären die mit einer künftigen Normalisierung verbundenen geldpolitischen Risiken erheblich gewesen.

Eine geldpolitische Normalisierung in der Zukunft wird unweigerlich den Abbau von Überschussliquidität bedingen, um mögliche Inflationsrisiken einzudämmen. In diesem Zusammenhang sei daran erinnert, dass die SNB-Bilanz eine Grösse aufweist, die mehr als 90% des BIP beträgt. So betrachtet verfügt die SNB bereits heute über die grösste Bilanz aller wichti-

---

<sup>3</sup> Ein wichtiges Ziel des Einsatzes von Zentralbankbilanzen während der Krise war es, das Risiko von Extremereignissen von den Märkten abzuwenden.

gen Zentralbanken. Die daraus erwachsenden Herausforderungen und Risiken hätten sich überproportional erhöht, wenn die Bilanz weiter stark ausgeweitet worden wäre. Während uns die technischen Mittel zur Abschöpfung auch grosser Mengen von Liquidität zur Verfügung stehen, hätte uns eine solche Expansion in völlig unbekanntes Gebiet geführt: Eine Normalisierung der Geldpolitik mit einer Bilanz, die sich auf ein Mehrfaches des BIP beläuft, wurde bisher noch nie durchgeführt und dürfte alles andere als ein Spaziergang sein. Ein Ausstieg, der nicht optimal kontrolliert werden kann, birgt erhebliche Risiken für die Preisstabilität und könnte mit geldpolitischen Ausschlägen verbunden sein, die sich für die Schweizer Volkswirtschaft als äusserst kostspielig erweisen dürften.

In Anbetracht dieser Überlegungen ist es eine Tatsache, dass jede signifikante Bilanzausweitung dem entspricht, was in der Finanzwelt die «Ausübung einer Option» genannt wird: Bilanzausweitungen schränken stets den künftigen Handlungsspielraum der SNB ein, und zwar genau deshalb, weil damit die Latte für einen gewünschten weiteren Einsatz der Bilanz zu geldpolitischen Zwecken noch höher gesetzt wird.

Alles in allem ist es klar, dass eine unkontrollierbare Ausweitung der Bilanz die SNB in der langen Frist ernsthaft in der Fähigkeit eingeschränkt hätte, ihre Geldpolitik wirksam zu führen und ihr Mandat zu erfüllen, Preisstabilität zu gewährleisten.

Ein zweiter Grund dafür, dass eine Fortführung des Mindestkurses massiv erhöhte Risiken mit sich gebracht hätte, liegt darin, dass die finanziellen Risiken für die SNB und unser Land umso grösser sind, je grösser die Bilanz ist.

Jahresverluste, die höher als das Eigenkapital der SNB sind, können schon bei der heutigen Bilanzgrösse auftreten. Bei einem noch grösseren Bestand an Devisenanlagen würden sowohl die Volatilität der Jahresergebnisse als auch die absolute Grösse der potenziellen Verluste weiter steigen. Während es im Prinzip für die SNB wie auch für andere Zentralbanken möglich ist, mit negativem Eigenkapital zu operieren, sind Szenarien denkbar, bei denen die Ausgaben die Einnahmen für längere Zeit übersteigen. Solche extreme Szenarien schliessen nicht nur jegliche Gewinnausschüttung an Bund und Kantone aus. Sie werfen auch gewichtige Fragen betreffend die Fähigkeit einer Zentralbank auf, eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik zu verfolgen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass eine umfangreiche Ausweitung von Zentralbankbilanzen mit steigenden Risiken verbunden ist. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt würden die längerfristigen Risiken, die mit einer massiven, unkontrollierbaren Expansion der SNB-Bilanz verbunden sind, den Nutzen übersteigen, den eine Aufrechterhaltung des Mindestkurses von 1.20 Franken pro Euro für die Wirtschaft brächte. Dies bedeutet nicht, dass die SNB davon absähe, ihre Bilanz bei Bedarf weiter auszudehnen. Vielmehr verdeutlicht es, dass diese Option nur dann ausgeübt werden sollte, wenn der Nutzen die Kosten deutlich überwiegt.

### **Fiktion III: Die SNB hat unbegrenzte Macht**

Seit der Finanzkrise haben Zentralbanken drastische Massnahmen ergriffen: Sie haben die Finanzmärkte in einem bislang nie dagewesenen Ausmass mit Liquidität geflutet, Milliarden eingeschossen, um Banken vor dem Scheitern zu bewahren, oder – im Fall der Schweiz – massiv am Devisenmarkt interveniert. Dies hat zur weitverbreiteten Wahrnehmung geführt, dass Zentralbanken über unbegrenzte Macht verfügen.

Diese Auffassung beruht einerseits auf der Tatsache, dass Zentralbanken die alleinige Lizenz zum «Geld drucken» haben. In einer Zeit wie der heutigen, die von schwierigen Debatten über Austerität und Entschuldung geprägt wird, ist es wahrscheinlich normal, dass die mit dem Notenmonopol verbundene Macht überbewertet wird. Diese Sicht überschätzt jedoch die tatsächlich damit verbundene Macht deutlich: Geld drucken kann nur kurzfristige Liquiditätsprobleme lösen, langfristig hingegen schafft es keine Werte und schlägt sich bloss in einer Erhöhung der nominalen Preise nieder.

Andererseits gründet die Wahrnehmung von einer Allmacht der Zentralbanken auf der Fiktion, dass ihr Status der Unabhängigkeit gleichbedeutend sei mit dem Fehlen von demokratischer Kontrolle.

Es ist eine Tatsache, dass heute den meisten Zentralbanken ein hohes Mass an Unabhängigkeit gewährt wird. Dies ist auch bei der SNB der Fall. Sie ist gemäss Gesetz funktionell, institutionell, finanziell und personell vom Bundesrat, der Bundesversammlung oder von anderen Stellen unabhängig.<sup>4</sup>

Es gibt sehr gute Gründe dafür, das Führen der Geldpolitik einer unabhängigen Zentralbank zu übertragen. Es ist sowohl in der Theorie als auch in der Praxis eine Tatsache, dass eine unabhängige Zentralbank ihr Mandat besser erfüllen kann. Sie hat viel bessere Aussichten, die Preisstabilität zu gewährleisten und dadurch zu einer tragfähigen Wirtschaftsentwicklung beizutragen als eine Zentralbank, die unter dem Einfluss politischer Interessengruppen steht.

Aber, und dies ist in diesem Zusammenhang eine weitere wichtige Tatsache: Die Unabhängigkeit der SNB ist mitnichten unbegrenzt.

Erstens ist unsere Unabhängigkeit kein Selbstzweck. Sie dient allein dazu, ein klar definiertes spezifisches Mandat wahrzunehmen. Dieses Mandat wird von der Politik vorgegeben. Es ist in Artikel 99 der Bundesverfassung festgelegt und wird im Nationalbankgesetz konkretisiert.<sup>5</sup>

Die Unabhängigkeit geht zweitens Hand in Hand mit der Rechenschaftspflicht. Das Privileg und die Pflicht, eine unabhängige Geldpolitik zu führen, sind auch mit einer besonderen Ver-

---

<sup>4</sup> Vgl. Nationalbankgesetz (NBG) und Botschaft über die Revision des Nationalbankgesetzes: Funktionale Unabhängigkeit bedeutet insbesondere, dass wir unser Mandat erfüllen müssen, ohne von solchen Stellen Weisungen weder einzuholen noch entgegenzunehmen. Die finanzielle Unabhängigkeit umfasst die Budgetautonomie der SNB und das Verbot, dem Bund Kredite zu gewähren, was dem Staat den Zugang zur Notenpresse versperrt. Die Unabhängigkeit der SNB in personeller Hinsicht schliesslich wird dadurch gewährleistet, dass die Mitglieder des Direktoriums und ihre Stellvertreter während ihrer festen Amtsdauer nur dann abberufen werden können, wenn sie die Voraussetzungen für die Ausübung ihres Amtes nicht mehr erfüllen oder eine schwere Verfehlung begangen haben.

<sup>5</sup> Artikel 99 der Bundesverfassung hält dazu Folgendes fest: «Die Schweizerische Nationalbank führt als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient; sie wird unter der Mitwirkung und Aufsicht des Bundes verwaltet.» Art. 5 NBG konkretisiert das verfassungsmässige Mandat der SNB.

antwortung verbunden. Als Trägerin dieser Verantwortung schuldet die SNB dem Bundesrat, der Bundesversammlung und der Öffentlichkeit Rechenschaft für ihre Entscheide, die gewählten Mittel und die erzielten Ergebnisse. Der genaue Umfang dieser Rechenschaftsablage ist wiederum im Nationalbankgesetz näher bestimmt.<sup>6</sup>

Allerdings genügt ein solider rechtlicher Rahmen allein nicht. Ebenso wichtig ist, wie die Regeln in der Praxis gelebt werden.

In einem normalen Umfeld, wie es vor Ausbruch der Krise vorherrschte, ist dies eine eher einfache Aufgabe, da Bevölkerung und Politik recht gut verstehen, wie «konventionelle» Geldpolitik funktioniert. Das Handeln und die Kommunikation der Zentralbank stimmen überein mit der Vorstellung der Leute, was eine Zentralbank tun sollte. In solchen Zeiten scheinen ein jährlicher Rechenschaftsbericht an das Parlament, regelmässige Treffen mit dem Bundesrat ebenso wie mit Mitgliedern der zuständigen Kommissionen der Bundesversammlung und Vertretern verschiedener Wirtschaftszweige zusammen mit den halbjährlichen Medienkonferenzen zur aktuellen Geldpolitik den Bedarf an Verantwortlichkeit und Transparenz vollauf abgedeckt zu haben, ohne dass es zu grossen Kontroversen kommt.

Dies hat sich mit der Krise geändert. Das aktuelle Umfeld und die geldpolitischen Entscheide der SNB in den letzten Jahren haben das Informationsbedürfnis der politischen Behörden, der Öffentlichkeit und der Finanzmärkte deutlich vergrössert; dies erfordert von Seiten der SNB mehr Erklärungen und eine erhöhte Transparenz.

Wir sind uns dieses berechtigten Anliegens voll bewusst und haben auf verschiedenen Ebenen gehandelt. So haben wir zuerst unsere Kommunikation verstärkt, indem wir den Umfang der Informationen, die auf unserer Website verfügbar sind, spürbar vergrössert haben.<sup>7</sup> Gleichzeitig haben die Mitglieder des Direktoriums in Phasen gewichtiger geldpolitischer Entscheide vielfach die Gelegenheit genutzt, diese vor parlamentarischen Kommissionen, bei öffentlichen Auftritten sowie in den gedruckten und elektronischen Medien zu erläutern. Beispiele für solche Phasen sind die Stützung der UBS, die Einführung des Mindestkurses oder dessen Aufhebung.

Allerdings ist Transparenz kein Ziel für sich. Es ist ein Mittel, das dem Ziel der Rechenschaftsablage dient. Transparenz stösst an Grenzen, wenn sie die Umsetzung der Geldpolitik behindert oder ihre Durchschlagskraft schwächt. Ein naheliegendes Beispiel dafür ist die Aufhebung des Mindestkurses. Es war für die SNB nicht möglich, im Vorfeld des Entscheids entsprechende Hinweise zu streuen, ohne spekulative Attacken auf den Euro-Franken-Wechselkurs hervorzurufen.

---

<sup>6</sup> Die Rechenschaftspflicht wird in Art. 7 NBG wie folgt näher bestimmt: Mit dem Bundesrat erörtert die SNB regelmässig die Wirtschaftslage, die Geld- und Währungspolitik sowie aktuelle Fragen der Wirtschaftspolitik des Bundes. Der Bundesversammlung legt die SNB jährlich einen Rechenschaftsbericht über die Erfüllung ihrer Aufgaben vor und erläutert den zuständigen Kommissionen ihre Geld- und Währungspolitik. Die Öffentlichkeit wird mittels der vierteljährlichen Berichte über die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung informiert. Zudem ist die SNB verpflichtet, ihre geldpolitischen Absichten öffentlich bekanntzugeben.

<sup>7</sup> Beispielsweise regelmässig aktualisierte Fragen-Antworten-Kataloge zu wichtigen Themen rund um die SNB und die Schweizer Geldpolitik.

Kurz zusammengefasst: Es ist eine Fiktion, dass die SNB unbegrenzte Macht hat. Es ist eine Tatsache, dass die Schweiz über ein gut ausgebildetes System der Gewaltenteilung verfügt, das die SNB dazu verpflichtet, über ihre Entscheidungen transparent Rechenschaft abzulegen.

#### **Fiktion IV: Finanzstabilität ist eine Utopie**

Lassen Sie mich damit nun einem anderen Gebiet zuwenden, in dem die SNB in den letzten Jahren eine prominentere Rolle übernommen hat: der Finanzstabilität. In diesem Bereich werden derzeit auf nationaler und internationaler Ebene grosse Anstrengungen unternommen, mit dem Ziel, die Regulierung des Finanzsystems zu verbessern. Diesen Bemühungen schlägt zuweilen Skepsis entgegen. Diese Skepsis fusst auf der Ansicht – oder der Fiktion –, dass Finanzstabilität eine Utopie sei.

Auch wenn ich die konzeptionellen und praktischen Schwierigkeiten bei der Stärkung der Stabilität des Finanzsystems nicht in Abrede stellen möchte, so teile ich diesen Pessimismus nicht.

Wir können und sollten uns – nicht zuletzt mit Blick auf die beträchtlichen Kosten der jüngsten Finanzkrise – diesbezüglich verbessern!

Meiner Ansicht nach müssen dabei zwei sich ergänzende Voraussetzungen erfüllt sein, damit ein dauerhaft höheres Niveau an Finanzstabilität erreicht werden kann.

Erstens müssen wir unsere Kenntnisse über die Quellen von Finanzinstabilität laufend verbessern. Es ist klar, dass es uns angesichts der Komplexität und der dynamischen Entwicklungen des Finanzsystems nie gelingen wird, auf alle Zeiten sämtlichen Krisen vorzubeugen. Aber im Allgemeinen gilt: Je mehr Informationen zur Struktur und Dynamik des Systems vorliegen, desto passgenauer können wir die Regulierungen gestalten, und desto kleiner ist die Ungewissheit über den «optimalen» Mix der regulatorischen Instrumente.

Finanzstabilität ist zweitens eine Frage des Willens oder genauer des politischen Willens. Mit anderen Worten: Sogar wenn wir über vollständige Informationen verfügen würden, könnte sich dies als unzureichend erweisen, sofern der gemeinsame Wille fehlt, das Wissen in spezifischen Massnahmen auch umzusetzen. Umgekehrt ist aber Finanzstabilität sogar mit nicht vollständigem Wissen erreichbar, wenn wir willens sind, Vorsichtsmassnahmen zu treffen, die im richtigen Verhältnis zu unserer Unkenntnis stehen.

Teilweise rührt meine Zuversicht, dass Finanzstabilität nicht unerreichbar ist, von der Tatsache her, dass es im Fall der Schweiz ziemlich klar ist, welches die Hauptquellen potenzieller Finanzinstabilität sind. Gemäss dem heutigen Wissensstand ergeben sie sich entweder aus der sogenannten «Too big to fail» (TBTF)-Problematik – der Tatsache, dass in unserem Bankensystem mehrere Banken beheimatet sind, die im Verhältnis zum BIP grosse Bilanzen aufweisen. Oder sie haben ihren Ursprung in den bedeutenden Ungleichgewichten, die sich im inländischen Immobilien- und Hypothekarmarkt aufgebaut haben, und der starken Exponiertheit der inländisch orientierten Banken in diesen Märkten.

Lassen Sie mich an dieser Stelle festhalten, dass andere mögliche systemische Risikoquellen, die auf globaler Ebene diskutiert werden – insbesondere diejenigen, die im Schattenbankensektor verborgen sind –, für unser Land als weniger relevant beurteilt werden. Ein Grund dafür liegt darin, dass in der Schweiz die Anlagen im Schattenbankensektor nur wenige bis moderate bankähnliche Risiken aufweisen dürften. Ein weiterer Grund hat mit der Tatsache zu tun, dass Obligationenfonds und andere Anlagefonds, auf die in der Schweiz 60% der Aktiven des Schattenbankensektors entfallen, von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA überwacht werden.<sup>8</sup>

Die Schweiz ist auf ihrem Weg, die zwei Hauptquellen für Stabilitätsrisiken in den Griff zu bekommen, schon weit fortgeschritten.

Als Antwort auf die Risiken, die vom Immobilien- und Hypothekarmarkt ausgehen, wurde ein antizyklischer Kapitalpuffer (AZP) eingeführt. Der AZP wurde auf sektorieller Ebene Anfang 2013 aktiviert und im Jahr 2014 erhöht. Ergänzend dazu wurden weitere administrative Vorschriften und solche im Rahmen der Selbstregulierung erlassen, die ebenfalls darauf abzielen, die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems zu erhöhen und exzessivem Kreditwachstum entgegenzutreten.

Die bisherigen Erfahrungen mit dieser Mischung verschiedener Instrumente sind ermutigend und stützen die vorläufige Einschätzung, wonach die Massnahmen in jüngster Zeit zu einer Dämpfung der Marktdynamik beigetragen haben.

Trotzdem ist es zu früh, um Entwarnung zu geben. Die Ungleichgewichte auf dem Immobilienmarkt haben sich erst auf einem hohem Niveau stabilisiert, und die Risiken eines weiteren Aufbaus bleiben beträchtlich, nicht zuletzt angesichts des gegenwärtigen Negativzinsumfelds.

Sollten die Zeichen wieder vermehrt in diese Richtung deuten, bin ich zuversichtlich, dass wir fähig wären, das Problem zu kontrollieren.

Auch in Bezug auf die TBTF-Thematik hat sich unser Wissen und Bewusstsein über die Risiken erheblich verbessert, die von unseren systemrelevanten Banken ausgehen. Um dieses Problem bei der Wurzel zu packen, hat die Schweiz bereits im Jahr 2011 ein Massnahmenpaket verabschiedet.<sup>9</sup>

Im vergangenen Jahr hat eine Expertengruppe im Auftrag des Bundesrats die Wirksamkeit der Schweizer TBTF-Regulierung überprüft. Der Befund lautete, dass der Schweizer Ansatz grundsätzlich angemessen ist, um das Problem anzugehen. Gleichzeitig gelangten die Experten zum Schluss – und die SNB teilt diese Einschätzung –, dass selbst eine vollständige Um-

---

<sup>8</sup> FSB (2014) Dieser FSB-Bericht hält zudem fest, dass die Grösse des Schweizer Schattenbankenbereichs verglichen mit dem Bankensektor des Landes erheblich – um mehr als fünfmal – kleiner ist.

<sup>9</sup> Dieses Paket umfasst folgende vier einander ergänzenden Massnahmen: bedeutend höheres und qualitativ besseres Eigenkapital; grössere Liquiditätspuffer; Regeln für eine ausreichende Diversifikation, um das Gegenparteirisiko zu senken, sowie organisatorische Massnahmen. Es zielt darauf ab, sowohl die Wahrscheinlichkeit einer Krise bei einer systemrelevanten Bank als auch die Kosten für die Gesamtwirtschaft beim Eintreten einer solchen Krise zu reduzieren.

setzung der bestehenden Gesetzgebung das TBTF-Problem nicht vollumfänglich löst. Daher sind zusätzliche Massnahmen vorgeschlagen worden.<sup>10</sup>

In diesem Bereich sind die Unwägbarkeiten darüber, wo das regulatorische Optimum liegt, wahrscheinlich gewichtiger als im Fall des Immobilien- und Hypothekarmarktes. Denn die Wahrscheinlichkeit eines Scheiterns einer Grossbank und die gesamtwirtschaftlichen Kosten eines solchen Extremereignisses dürften weniger klar oder ex ante «objektiv» gar nicht messbar sein. Solche grundlegenden Unsicherheiten machen sich in erheblichen Spannungen bemerkbar, wenn es um die Wahl und die Ausgestaltung (Umfang und Reichweite) zusätzlicher Massnahmen geht, die der Eindämmung des TBTF-Problems dienen: Wenn wir zu weit gehen, könnte dies, in der Theorie, soziale Kosten verursachen, die aus einer Kosten-Nutzen-Betrachtung nicht gerechtfertigt sein könnten. Unternehmen wir hingegen zu wenig, riskieren wir, in einer sehr kostspieligen Krise zu enden.

Lassen Sie mich zum Abschluss kommen: Es ist eine schwierige Aufgabe, die Stabilität des Finanzsystems dauerhaft zu erhöhen. Aber es ist keine Utopie. Es ist eine Tatsache, dass die Verbesserung des regulatorischen Rahmens eine heikle Abwägung von Wissen und Vorsicht bedingt. Es wird immer Risiken geben, bei denen es uns an Wissen mangelt. Ja, sogar noch schlimmer: Es könnte Risiken geben, die wir ex ante gar nicht kennen. Das spricht dafür, den kollektiven Willen aufzubringen und den Preis der Vorsicht zu bezahlen. Es ist jedoch ebenso eine Tatsache, dass es uns nur dann gelingen wird, konkrete Fortschritte in Richtung eines stabileren Finanzsystems zu machen, wenn diese Sicht von der Gesellschaft breit geteilt wird! Die Erfahrungen während der letzten Jahre stimmen mich diesbezüglich vorsichtig zuversichtlich. Dies darf aber keinesfalls als Freipass dafür missdeutet werden, selbstgefällig zu sein oder auf halbem Weg stehenzubleiben.

---

<sup>10</sup> Expertengruppe «Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie» (2014) Die vorgeschlagenen zusätzlichen Massnahmen umfassen unter anderem eine quantitative und qualitative Rekalibrierung der Eigenmittelanforderungen, eine Überprüfung der Berechnungsmethode für die risikogewichteten Aktiven (RWA), einen Zeitplan für die Umsetzung von durchführbaren Sanierungs- und Abwicklungsplänen oder die Einführung von verbindlichen Anforderungen an die gesamte Verlusttragfähigkeit (TLAC).

## Referenzen

Bundesverfassung, Artikel 99

[www.snb.ch/de/mmr/reference/Bundesverfassung\\_Art\\_99/source](http://www.snb.ch/de/mmr/reference/Bundesverfassung_Art_99/source)

Botschaft über die Revision des Nationalbankgesetzes

[www.snb.ch/de/mmr/reference/snb\\_legal\\_docum\\_brbotschaft/source](http://www.snb.ch/de/mmr/reference/snb_legal_docum_brbotschaft/source)

Expertengruppe «Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie» (2014). Schlussbericht

[www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/37585.pdf](http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/37585.pdf)

FSB (2014): Global Shadow Banking Monitoring Report 2014

[www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014](http://www.financialstabilityboard.org/2014/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2014)

Nationalbankgesetz

[www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20021117/index.html](http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20021117/index.html)