

**Sperrfrist: 21. Januar 2009, 18.30 Uhr**

# **HANDLUNGSFÄHIGKEIT DER NATIONALBANK IN DER KRISE**

PHILIPP M. HILDEBRAND<sup>\*</sup>

VIZE-PRÄSIDENT DES DIREKTORIUMS

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

EXECUTIVE MBA HSG, UNIVERSITÄT ST. GALLEN

ST. GALLEN, 21. JANUAR 2009

---

<sup>\*</sup> Der Referent dankt Urs Birchler und Rita Kobel Rohr für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages. Zudem dankt der Referent auch Thomas Jordan und Ulrich Kohli für Kommentare zu früheren Versionen des Referats.

## Einleitung

Herzlichen Dank für die heutige Einladung im Rahmen ihres Studiengangs des Executive MBA HSG. Unter dem Thema Ihres Kurses, «Ökonomische Grundlagen der Unternehmensführung», wäre es wohl auch in normalen Zeiten vertretbar, über das Geldwesen und die Rolle der Nationalbank zu sprechen. Nun, wie Sie alle wissen, leben wir nicht in normalen Zeiten. Sie absolvieren ihren Studiengang mitten in einer dramatischen und weltweit mehr oder weniger synchron verlaufenden Kredit- und Wachstumskontraktion. Ein Blick auf die monetäre Situation erscheint mir deswegen besonders angebracht.

Es ist kein gutes Zeichen, wenn das Geldwesen wichtig wird. Dies hat der schottische Ökonom und Philosoph John Stuart Mill (1806-1873) vor 150 Jahren festgestellt. Er sagte: «There cannot ... be intrinsically a more insignificant thing, in the economy of society, than money ... . It is a machine for doing quickly and commodiously, what would be done, though less quickly and commodiously, without it: and like many other kinds of machinery, it only exerts a distinct and independent influence of its own when it gets out of order.»<sup>1</sup>

Das Geldwesen ist tatsächlich «out of order». Nie zuvor wurden in so kurzer Zeit so viele Guthaben vernichtet. So verringerten sich alleine in den USA seit Herbst 2007 die Haushaltsvermögen um rund 20%. Die Immobilienkrise in den USA, Auslöser der gegenwärtigen Finanzmarktkrise, ist auch Anfang 2009 nicht überwunden. Der Interbankenmarkt, auf dem sich Banken ungedeckt kurzfristig Geld ausleihen, erlahmte vorübergehend völlig. Auch nach fast 18 Monaten hat sich die Situation zwar verbessert, aber noch nicht normalisiert. Auf den Kapital- und Kreditmärkten ist es – wenn überhaupt noch möglich – sehr kostspielig, sich zu finanzieren. Ein massiver Entschuldungsprozess, oder auf Neudeutsch «Deleveraging process», ist im Gange und wird mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit noch einige Zeit andauern. Geschäftsbanken, Unternehmungen generell und vor allem Privathaushalte in den USA bauen ihre Verschuldung ab. Die amerikanischen Haushalte fallen damit als wichtige Abnehmer der weltwirtschaftlichen Produktion zu weiten Teilen aus. Dies trifft namentlich jene

---

<sup>1</sup> John Stuart Mill, Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy (Ashley ed.), 1848, > CHAPTER VII: of money > paragraph 908

aufstrebenden Volkswirtschaften, die seit Jahren auf eine exportbasierte Wachstumsstrategie gesetzt haben. Kurz: Wir befinden uns in der grössten und vor allem komplexesten Finanzkrise der Nachkriegszeit, die sich nun mit voller Wucht auf die globale Realwirtschaft auswirkt. In diesem Umfeld haben Zentralbanken und Regierungen weltweit eine breite Palette von weitreichenden monetären und fiskalischen Instrumenten eingesetzt, um das Risiko eines Kollapses des internationalen Finanzsystems abzuwenden.

Die Nationalbank steht also schon seit längerer Zeit und wohl auch noch in absehbarer Zukunft vor grosse Herausforderungen.

### **Geldpolitik in Zeiten einer globalen Finanzkrise**

Bevor ich auf diese Herausforderungen für die Geldpolitik im gegenwärtigen Umfeld eingehe, ist es sinnvoll, dass ich die Aufgaben der Nationalbank kurz in Erinnerung rufe.

#### ***Aufgaben der Nationalbank***

Die Nationalbank wurde vom Gesetzgeber beauftragt, die Preisstabilität zu gewährleisten. Dabei hat sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Das gesetzliche Mandat schliesst noch weitere Aufgaben ein. So versorgt die Nationalbank den Schweizerfranken-Geldmarkt mit Liquidität. Sie trägt aber auch zur Stabilität des Finanzsystems bei.<sup>2</sup>

Diese drei Aufgaben sind nicht isoliert voneinander. Betrachten wir zunächst den Auftrag der Nationalbank, mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten. Wenn die Nationalbank die Preisstabilität gefährdet sieht, verändert sie die geldpolitische Ausrichtung. Vereinfacht ausgedrückt: Droht Inflation, wird die Geldpolitik restriktiver; droht Deflation wird sie expansiver. Gelingt es der Nationalbank, die Preisstabilität aufrechtzuerhalten, trägt sie auch zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität bei und damit indirekt zur Stabilität der Banken

---

<sup>2</sup> Ferner gewährleistet die Nationalbank die Bargeldversorgung, sie erleichtert und sichert das Funktionieren bargeldloser Zahlungssysteme, und sie verwaltet die Währungsreserven. Siehe Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank, Art. 5.

und des Finanzsystems allgemein. Zweifelsohne ist die Gewährleistung der Preisstabilität langfristig der wichtigste Beitrag der Nationalbank zur Stabilität unseres Finanzsystems.

Die Nationalbank ist bei der Umsetzung ihrer Politik auf funktionierende Finanzmärkte angewiesen. Die Nationalbank steuert den Restriktionsgrad der Geldpolitik über die Märkte, konkret: im Normalfall über die kurzfristigen Zinssätze. Ihr operativer Zielsatz ist der Dreimonats-Libor, d.h. der Satz zu dem sich erstklassige Banken untereinander ohne Deckung Geld leihen. Der Dreimonats-Libor bestimmt direkt oder indirekt auch die Zinsbedingungen zu denen die Banken der Wirtschaft Kredit geben. Die Nationalbank steuert den Libor nicht direkt. Sie schliesst täglich Repo-Geschäfte mit Geschäftsbanken ab. Repos sind gedeckte Kredite mit traditionell kurzen Laufzeiten von meist einer oder zwei Wochen. Technisch gesehen ist ein Repo (von „repurchase“) der Kauf eines Wertpapiers, bei dem die Gegenparteien – Nationalbank und Geschäftsbank – gleichzeitig dessen künftigen Rückkauf vereinbaren.

Mit den Repo-Geschäften als geldpolitischem Hauptinstrument beeinflusst die Nationalbank den Dreimonats-Libor. Höhere Repo-Sätze verbunden mit einer knapperen Versorgung des Geldmarktes mit Liquidität lassen den Libor steigen. Umgekehrt kann unter normalen Marktbedingungen eine Reduktion des Libor erreicht werden, indem die Nationalbank ihre Repo-Sätze senkt und den Banken mehr Liquidität überlässt. Normalerweise sind Repo-Satz und Libor eng miteinander verbunden. Ein tieferer Repo-Satz führt zu einer Reduktion des Libor sowie zu tieferen Zinsen über alle Laufzeiten hinweg, und der Gesamtwirtschaft fließt mehr Geld zu – solange die Finanzmärkte funktionieren.

### ***Gestörte Märkte***

Seit Beginn der Finanzkrise haben verschiedene Märkte nicht mehr funktioniert. Für unsere Geldpolitik war das Einfrieren des Interbanken-Geldmarkts in vier Schüben eine besondere Herausforderung. Die Banken begannen, einander zu misstrauen. Ungedeckte Kredite gewährten sie kaum mehr und wenn, dann nur gegen eine entsprechende Risikoprämie. Dies hat unsere Geldpolitik, konkret: die Steuerung des Libor über den Repo-Satz, teilweise

erheblich erschwert. Dank dezidiertem und innovativem Vorgehen bei der Umsetzung unserer Geldpolitik ist es der Nationalbank dennoch gelungen, den Libor mit Ausnahme von wenigen Wochen im vergangenen Herbst nahe an der angestrebten Mitte des jeweiligen Zielbandes zu halten. Aktuell liegt der Dreimonats-Libor nur wenige Basispunkte über der Mitte des aktuellen Zielbandes von 0 bis 1%. Gleichwohl hat die offenkundige Störung am Geldmarkt die Wirtschaft verunsichert.

In erster Linie leidet die Schweizer Wirtschaft aber unter dem ausgeprägten weltweiten Konjunkturabschwung als Folge der seit Herbst 2007 andauernden globalen Finanzkrise. Die Auslastung der Produktionskapazitäten geht zurück und mit ihr – an sich erwünscht – die mittelfristigen Inflationsrisiken. Noch im Juni 2008 zeigten die Wirtschaftszahlen Inflationsrisiken an. In unserer Lagebeurteilung von Mitte Dezember haben wir unsere Wachstums- und Inflationsprognose dann aber deutlich nach unten revidiert.<sup>3</sup>

Anders als noch vor einem halben Jahr stellt sich aus heutiger Sicht eher die Frage, ob eine Deflation drohen könnte. Damit meine ich nicht den Umstand, dass in den nächsten Monaten wegen fallender Preise bei einzelnen Produkten die Entwicklung der Konsumentenpreise temporär negativ sein könnte. Wenn Coop und Migros auf breiter Front die Preise senken, ist dies auch noch keine Deflation. Unter Deflation ist ein als Folge eines Nachfrageeinbruchs andauernder Preisrückgang über alle Produktkategorien zu verstehen. Das Gefährliche an einer Deflation ist, dass sie sich selbst verstärken kann. Wenn die Wirtschaftssubjekte auch in der Zukunft weiter fallende Preise erwarten, halten sie sich mit Käufen zurück. Die Bekämpfung einer Deflation ist viel anspruchsvoller als die Bekämpfung einer Inflation. Eine Notenbank kann ihren (nominalen) Zielsatz nicht unter Null setzen. Die Realzinsen, das heisst in diesem Falle Nominalzinsen plus Deflationsrate, sind zwangsläufig positiv. Sie sind perverserweise sogar umso höher, je stärker die erwartete Deflation. Zudem

---

<sup>3</sup> Die ungünstigen Konjunkturaussichten und der kräftige Rückgang des Erdölpreises haben zu der deutlich nach unten revidierten Inflationsprognose geführt. Siehe Schweizerische Nationalbank, Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 4/2008.

steigt in der Deflation der Realwert bestehender Schulden. Nicht von ungefähr gilt es also, eine wahre Deflation um jeden Preis zu vermeiden.<sup>4</sup>

### ***Ergriffene Massnahmen***

Insbesondere in den USA, dem Epizentrum der Finanzkrise, hat das Federal Reserve über die vergangenen 18 Monate deshalb immer weiter gehende Massnahmen ergriffen. Es galt und gilt, die Immobilienkrise zu überwinden, der Gesamtwirtschaft Liquidität zuzuführen, das Finanzsystem zu stabilisieren und den Konjunkturéinbruch einzudämmen. Wie der Präsident des Federal Reserve Ben Bernanke vor kurzem festhielt: «...we aimed both to cushion the direct effects of the financial turbulence on the economy and to reduce the virulence of the so-called adverse feedback loop...»<sup>5</sup>

In der Schweiz sind wir – von den internationalen Problemen der beiden Grossbanken einmal abgesehen – insofern in einer komfortableren Lage, als es bis jetzt kaum Anzeichen von Verwerfungen am Immobilienmarkt gibt. Ferner sind vor allem inländisch ausgerichtete Banken offensichtlich nicht direkt von der Finanzkrise tangiert; die ihnen im Laufe der Krise zugeflossenen Gelder können sie grundsätzlich der Wirtschaft wieder als Kredit zur Verfügung stellen. Kommissionserträge sowie Erträge auf die Vermögensverwaltung sinken jedoch zwangsläufig für alle Banken. Zudem ist zu erwarten, dass in den kommenden Monaten die Banken angesichts der schwachen Realwirtschaft auch zusätzliche Rückstellungen bilden und entsprechend geringere Gewinne ausweisen werden. Wie bereits erwähnt, hat sich das weltwirtschaftliche Umfeld nämlich in den letzten Monaten signifikant verschlechtert. Die jüngsten Konjunkturindikatoren deuten darauf hin, dass das Schweizer Bruttoinlandprodukt im laufenden Jahr deutlich schrumpfen wird.

Dementsprechend handelt die Nationalbank auf drei Ebenen:

---

<sup>4</sup> Bereits im Jahr 2002 hielt der Präsident des Federal Reserve, Ben Bernanke, hinsichtlich Deflation fest: «the best way to get out of trouble is not to get into it in the first place.», in Deflation: Making sure «it» doesn't happen here, Vortrag, November.

<sup>5</sup> Ben Bernanke (2009): The Crisis and the Policy Response, Vortrag, Januar.

Erstens haben wir infolge der ungünstigen Konjunkturperspektiven und der auf absehbare Zeit niedrigen Inflation einen geldpolitisch sehr expansiven Kurs eingeschlagen. Vom 8. Oktober bis Mitte Dezember 2008 haben wir unseren Zielsatz für den Dreimonats-Libor in vier Schritten um insgesamt 225 Basispunkte auf 0.5% reduziert. Das Zielband wurde zuletzt auf 0 bis 1% gesenkt. Wie bereits erwähnt ist es uns auch gelungen, den Dreimonats-Libor dank dezidiertem Vorgehen schrittweise auf den Zielsatz zu führen.

Zweitens versorgt die Nationalbank den Geldmarkt mit ausreichender Liquidität. Einerseits versorgt sie den inländischen Markt mit Schweizer Franken. Andererseits ist der Liquiditätsbedarf eines Finanzinstituts nicht mehr zwangsläufig nur in der inländischen Währung. Um dem Rechnung zu tragen stellt die Nationalbank im Rahmen eines Abkommens mit der Federal Reserve der USA zusammen mit anderen Zentralbanken über ihre normale Infrastruktur am Geldmarkt US-Dollar zur Verfügung. Umgekehrt hat die Nationalbank ein Abkommen mit der Europäischen und der polnischen Zentralbank abgeschlossen, in dessen Rahmen sie diesen beiden Institutionen Schweizer Franken zur Verfügung stellt. Ziel dieser Massnahmen ist es, die Geldmärkte zu entspannen und, im Falle des Schweizer Frankens, den Libor auf ein gewünschtes Niveau zurückzuführen beziehungsweise dort zu halten.

Drittens leistet die Nationalbank einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung des Finanzsystems. So finanziert sie zum überwiegenden Teil die Übertragung illiquider Aktiven der UBS an eine Zweckgesellschaft. Diesen Schritt hat sie im Rahmen eines Massnahmenpakets des Bundes zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems unternommen.

### ***Wirken die Massnahmen?***

Meine Damen und Herren, wie Sie sehen, hat die Nationalbank zahlreiche Massnahmen ergriffen. Wirken diese auch?

Allgemein ist festzustellen, dass die Regierungen und Notenbanken insofern erfolgreich waren, als es ihnen gelungen ist, das globale Finanzsystem im letzten Herbst vor dem Zusammenbruch zu bewahren.

Ferner gelang es der Nationalbank über ihre Repo-Geschäfte den Anstieg der Risikoprämien im Schweizer Geldmarkt weitgehend zu kompensieren.

Allerdings ist der Markt nach wie vor von mangelndem Vertrauen geprägt. Zusammen mit einer negativere Bonitätseinschätzung und einer gestiegene Risikowahrnehmung hat dies generell zu höheren Risikoprämien geführt.

Am Geldmarkt haben sich diese Risikoprämien in den letzten Wochen zwar kontinuierlich reduziert. Das Vertrauen unter den Banken ist aber noch nicht ganz zurückgekehrt. Dies drückt sich in der Schweiz darin aus, dass das von der Nationalbank zur Verfügung gestellte zusätzliche Geld zumindest teilweise gehortet wird. Die Möglichkeiten der Nationalbank stossen hier an Grenzen: Nur die Banken selber können das Vertrauen wieder aufbauen. Immerhin hat die Nationalbank zum Rückgang der Risikoprämie beigetragen, indem sie den Repo-Satz dezidiert gesenkt und auch klargestellt hat, dass sie den Banken genügend Liquidität zur Verfügung stellen würde. Einen zentralen Beitrag zur Sicherung des Vertrauens in das Finanzsystems leistete auch das erwähnte Massnahmenpaket des Bundes zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems. Mit Bekanntgabe des Paketes haben der Bundesrat und die Nationalbank gleichzeitig klar signalisiert, dass sie auch in Zukunft alle notwendigen Massnahmen ergreifen werden, um die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten.

Im Kurzfristbereich sind also Fortschritte hinsichtlich der Zinskosten erzielt worden. Investitions- und Konsumentscheide hängen jedoch hauptsächlich von den realen Langfristzinsen ab. Die Renditen auf die als sicher geltenden Staatsanleihen sind ab Mitte 2008 und vor allem im 4. Quartal deutlich gesunken. Der Bund kann 10-jähriges Geld zu rund zwei Prozent aufnehmen. Zu dieser Entwicklung beigetragen haben die deutliche Senkung der Kurzfristzinsen sowie eine Flucht der Anleger in sichere Anlagen. Aber für



Privatschuldner stiegen die Risikoprämien an, so dass der geldpolitische Impuls nicht vollumfänglich auf die Gesamtwirtschaft übertragen wird. Gleichzeitig gingen die Inflationserwartungen zurück. Dementsprechend sind die langfristigen Realzinsen – und damit die Kreditkosten – eher noch gestiegen.

Theoretisch könnte die Nationalbank ihr Ziel für den Dreimonats-Libor von aktuell 0.5% weiter senken, um so auf einen Rückgang der Langfristzinsen hinzuwirken. Der Repo-Satz, über den die Nationalbank den Libor steuert, ist aber praktisch schon bei Null. Spielraum gegen unten besteht daher nur noch sehr beschränkt.

### **Die Optionen der Nationalbank**

Das klassische Zinsinstrument ist angesichts unserer praktizierten, faktischen Nullzinspolitik damit nahezu ausgereizt. Dies bedeutet aber keineswegs, dass die Nationalbank handlungsunfähig ist. Der Nationalbank stehen weitere Optionen offen.

Um zu niedrigeren längerfristigen Zinssätzen beizutragen, hat die Nationalbank bereits das Spektrum der angebotenen Repo-Transaktionen bis auf 12 Monate erweitert.<sup>6</sup> Dies kann sie weiterführen und gegebenenfalls die Fristigkeiten noch verlängern.

Ein weiter gehender Schritt wäre der Kauf von Anleihen des Bundes auf dem Sekundärmarkt. Das Volumen an Eidgenossen ist relativ klein. Eine vergleichsweise geringe Kaufmenge kann zu niedrigeren Renditen auf Bundesanleihen führen. Zwar wird dadurch die Höhe der für Privatschuldner geltenden Risikoprämien nicht direkt beeinflusst. Aber der Ausgangswert, nämlich die Bundesrenditen, wären niedriger. Bei Bedarf könnte die Nationalbank die Zinskosten für Privatschuldner am Schweizer Markt sogar direkt zu beeinflussen versuchen, indem sie langfristige Unternehmensanleihen kauft.

---

<sup>6</sup> Im September wurden dem Bankensystem Repo-Geschäfte mit einer Laufzeit von 3 Monaten, im November von 6 Monaten und im Dezember 2008 erstmals Repo-Geschäfte mit einer Laufzeit von 12 Monaten angeboten.

Die monetären Rahmenbedingungen für die Wirtschaft werden nicht nur durch die Zinshöhe bestimmt, sondern auch durch den Wechselkurs. Eine Abwertung des Schweizer Frankens wirkt expansiv auf die Konjunktur. Ein wichtiger Bestimmungsfaktor des Wechselkurses ist die Zinsdifferenz zum Ausland. Als die Nationalbank im vergangenen November den Repo-Satz deutlich senkte – bei konstantem Euro-Zinssatz – liess der Aufwertungsdruck beim Schweizer Franken zumindest temporär nach. Allerdings ist eine Steuerung des Wechselkurses über die Zinsdifferenz gerade in Zeiten erhöhter Unsicherheiten besonders anspruchsvoll.

Mit einem Kurzfristzins von praktisch Null kann die Nationalbank einer erneuten Aufwertung des Schweizer Frankens nicht mehr durch eine Zinssenkung entgegen wirken. Bei Bedarf müssen andere Instrumente eingesetzt werden, um eine erneute Aufwertung des Frankens zu verhindern oder sogar eine Abwertung herbeizuführen. Grundsätzlich gilt, dass eine Zentralbank immer in der Lage ist, die absolute Menge der sich im Umlauf befindenden eigenen Währung zu erhöhen. Die Nationalbank kann beispielsweise unbegrenzt Schweizer Franken gegen ausländische Währung verkaufen. Im Extremfall, kann sie sich gleichzeitig verpflichten, zu einem festgelegten Wechselkurs unbegrenzt Devisen zu kaufen.

Auch bei einem Zinsniveau von Null ist die Nationalbank also noch längst nicht machtlos. Als Nebeneffekt eines Kaufs von Anleihen – aber auch beim nicht sterilisierten Kauf von Devisen – wird die inländische Geldmenge ausgeweitet. Solange notenbankfähige Titel verfügbar sind, könnte die Nationalbank gezielt die Geldmenge weiter ausdehnen. Unter dem geltenden Notenbankgesetz ist der Kreis der notenbankfähigen Anlagen flexibel umschrieben. Ferner stehen für ein kleines Land wie die Schweiz ausländische Anlagen in fast unbeschränkter Menge zur Verfügung.

Mit einer Ausdehnung des Geldangebots alleine lässt sich die Wirtschaft allerdings nicht direkt beleben, gemäss der alten Notenbankweisheit, dass man an einem Seil ziehen, aber nicht stossen kann. Ein grosszügiges Geldangebot der Nationalbank zeigt der Wirtschaft und

namentlich den Banken jedoch, dass auf absehbare Zeit keine Liquiditätsklemme droht. Das Bankensystem muss letztlich gewährleisten, dass die vorhandenen Mittel für die Kreditvergabe in unserer Volkswirtschaft genutzt werden.

Eine Geldmengenausdehnung wirkt nicht unmittelbar inflationär. Gleichwohl darf man der Wirtschaft auch bei deflationären Tendenzen nicht eine unbegrenzte monetäre Trinkkur verschreiben. Eine aufgeblähte Geldmenge bildet ein latentes Inflationspotential, und die Inflationserwartungen dürften – wie erhofft in einer solchen Situation – allmählich steigen. Dies könnte unter Umständen dazu führen, dass die andauernden Geldspritzen die längerfristigen Nominalzinsen in ähnlichem Ausmass erhöhen wie die Inflationserwartungen.

In den vergangenen Jahren haben alle wichtigeren Notenbanken viel darin investiert, ihr Bekenntnis zur Preisstabilität durch Taten zu untermauern. Das klare Bekenntnis zur Preisstabilität drückt sich vielerorts in der Festlegung einer niedrigen Zielinflationsrate aus. In der Schweiz geniesst unsere Definition der Preisstabilität, eine Inflationsrate von weniger als zwei Prozent pro Jahr, in der Zwischenzeit grosses Vertrauen. Dies empfinden wir als Kompliment und als Bestätigung unserer geldpolitischen Strategie. Im heutigen Umfeld könnte man sich aber fragen, ob es nicht besser wäre, auf eine höhere Inflationsrate zu zielen, um eine Deflation um jeden Preis zu verhindern.

Diese Strategie mag auf den ersten Blick verlockend scheinen. Bei näherem Hinsehen erweist sie sich jedoch als paradox. Um die Preisstabilität zu erhalten, d.h. eine Deflation zu verhindern, wird eine Abweichung von der Preisstabilität in Richtung Inflation in Aussicht gestellt. Ganz ehrlich gesagt, dies erinnert mich an den Ehemann, der seiner Frau drohte: «Wenn Du nicht zurückkommst, verlasse ich Dich.»

Das Drohen mit dem Inflationsgespenst als Mittel gegen eine Deflation wäre deshalb wohl kaum glaubwürdig. Zudem schaffen Drohungen in der Tendenz Unsicherheit; und Unsicherheit ist das letzte was die Finanzmärkte und die Realwirtschaft gegenwärtig brauchen. Gefragt ist von der Geldpolitik ein dezidiertes und mutiges Vorgehen. Dieses

Vorgehen soll aber trotzdem in der Verlässlichkeit und nicht in der Unsicherheit verankert sein.

### **Ausblick**

Was bringen die kommenden Monate? Die Krise, in der wir uns befinden, verlief bisher in drei Phasen. Zuerst kam die Finanzkrise im engeren Sinn. Sie konnte – mit intensiver Hilfe der Regierungen und Notenbanken – insofern eingedämmt werden, als das Finanzsystem nicht zusammengebrochen ist. Gleichwohl hat sich die Situation an den Finanzmärkten noch nicht normalisiert. In der zweiten Phase griff die Krise auf die Gesamtwirtschaft über. In der gegenwärtigen – dritten – Phase entscheidet sich, ob die monetären und fiskalischen Stimulierungsmassnahmen der Regierungen und Notenbanken ausreichend wirken, um eine erneute Rückkoppelung von der stark rückläufigen Gesamtwirtschaft auf das Finanzsystem zu verhindern, oder zumindest teilweise zu unterbinden.

Gegenwärtig bleibt die Politik daher klar auf Krisenbewältigung ausgerichtet. Die Wachstums- und Inflationsrisiken sind abwärts gerichtet. Die Nationalbank wird weiterhin entschieden handeln, um die Auswirkungen der Wirtschaftskontraktion entgegen zu wirken. Ich habe in meinen Ausführungen aufgezeigt, dass die Nationalbank nach wie vor über weitgehende Handlungsfähigkeit verfügt.

Angesichts der sich abzeichnenden Rezession stellt sich allerdings die Frage ob der Einsatz des Geldpolitik genügt. Ich bin überzeugt, dass je nach Ausmass der wirtschaftlichen Kontraktion auch die Finanzpolitik gefordert ist und begrüsse in diesem Sinne die bereits beschlossenen fiskalpolitischen Massnahmen. Auch stimmt mich zuversichtlich, dass die politischen Entscheidungsträger weitere fiskalpolitische Schritte in Betracht ziehen. Ein grundsätzliches Problem ist die Tatsache, dass es auch in der Schweiz keine nachhaltige konjunkturelle Erholung geben wird, solange sich das Finanzsystem nicht stabilisiert und wieder gestärkt hat. Diese Problematik erklärt das gemeinsame und dezidierte Vorgehen von Bund, Nationalbank und EBK im Rahmen des Massnahmenpakets des Bundes zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems Mitte Oktober 2008.

Sobald es absehbar ist, dass das Finanzsystem seine Funktion wieder normal wahrnimmt, werden die Notenbanken überschüssige Liquidität abschöpfen bzw. ihre vorübergehende Rolle als Finanzintermediäre wieder ablegen. Wenn die Wirtschaft auf ihren längerfristigen Wachstumspfad zurückfindet, werden die Notenbanken den Expansionsgrad der Geldpolitik zurücknehmen und die Zinssätze wieder auf normale Niveaus erhöhen.

Inflationsgefahr ist einstweilen kein Thema und wird in nächster Zeit auch keines sein. Sobald jedoch erste Anzeichen dafür am Horizont auftauchen, werden wir, meine Damen und Herren, ebenfalls entschieden handeln. Die Nationalbank hat starke Medizin verabreicht, deren Dosis noch erhöht werden kann. Aber jedes Medikament hat Nebenwirkungen. Sobald es den Patienten – dem Finanzsystem und der Wirtschaft – besser geht, ist die Dosis zu reduzieren. Das Medikament muss schliesslich ganz abgesetzt werden. Den richtigen Zeitpunkt für die und das richtige Mass bei der Rücknahme des Expansionsgrades zu finden, werden die zukünftigen Herausforderungen für die Nationalbank sein. Die Nationalbank wird diese Herausforderungen annehmen. Wir haben in der Vergangenheit bewiesen, dass wir zu raschem und entschlossenem Handeln fähig sind und zwar in beide Richtungen.

## **Folgerungen**

Die Nationalbank hat seit Beginn der Finanzkrise ihren Auftrag, die Preisstabilität zu bewahren, konsequent weitergeführt. Dies beinhaltet, dass sie die stark angestiegene Liquiditätsnachfrage von Banken und Publikum befriedigte. Preisstabilität bedeutet nicht nur keine Inflation, sondern auch keine Deflation im Sinne eines auf breiter Front rückläufigen Preis- und Lohngefüges.

Das Verhindern einer Deflation ist konzeptionell schwieriger als der Kampf gegen die Inflation. Mit hohen Zinssätzen lässt sich jeder Inflation das Genick brechen. Gegen unten hingegen stossen die Zinssätze bei Null an eine Grenze. Ich habe jedoch dargelegt, dass eine Notenbank auch bei kurzfristigen Zinssätzen nahe bei Null noch über Instrumente verfügt, um die Wirtschaft mit Liquidität zu versorgen und bei Bedarf zu stimulieren.

Der weitergehende Einsatz von Instrumenten ist nicht ohne Risiken. Die Nationalbank wird sehr sorgfältig abschätzen, ob und in welchem Ausmass diese verwendet werden. Dabei bleiben wir einer Politik verpflichtet, die am Ziel der Preisstabilität festhält und die klar und offen kommuniziert. Dies bedeutet:

- Die Nationalbank hält in aller Klarheit und Öffentlichkeit fest: Deflation ist genauso unerwünscht wie Inflation.
- Die Nationalbank kann und wird weiterhin Liquidität anbieten – soviel und solange diese benötigt wird.
- Die Nationalbank wird die vorübergehend geschaffene Liquidität auch wieder abbauen, sobald sie nicht mehr benötigt wird, d.h. bevor sie inflationäre Wirkungen entfalten kann.

Der letzte Punkt tönt natürlich einfacher, als er ist. Prognosen sind mit Unsicherheit behaftet, und das Umschalten von Deflations- zu Inflationsbekämpfung bedingt ein gutes Timing. Die mentale Herausforderung ist ebenfalls nicht zu unterschätzen. Wir sind uns sehr wohl bewusst, dass der Weg, den wir in der Bekämpfung dieser historischen Krise dezidiert gehen, mit langfristigen Risiken verbunden ist. Gleichzeitig sind wir überzeugt, dass die Risiken, die damit verbunden wären, diesen Weg nicht zu beschreiten, viel grösser wären. In diesem Sinne, meine Damen und Herren, stellen wir uns unserer Aufgabe in der Bekämpfung dieser Krise. Gleichzeitig richten wir permanent ein Auge auf die Langfristigkeit. Irgendwann wird der Punkt kommen, an dem die Verantwortungsträger der Nationalbank den Mut haben müssen, das langfristig Richtige auch dann zu tun, wenn es sich nicht mit dem kurzfristig Populären deckt.

Schauen sie, meine Damen und Herren, eine Notenbank ist letztlich stets populär, wenn sie Geld schafft, und oft unpopulär, wenn sie es wieder zurücknimmt. Aus dem Lob, welches der Nationalbank in den letzten Monaten zuteil wurde, müssen wir deshalb mentale Reserven bilden, von denen wir dann irgendwann in Zukunft zehren können. Dann nämlich, wenn wir den üblichen Tadel werden einstecken müssen, einen noch zarten Konjunkturaufschwung

mit Zinserhöhungen bereits wieder zu gefährden. Diese Kritik, da bin ich mir sicher, wird kommen. Ich hoffe dann auf Ihr Verständnis. Aber – wie bereits betont – ist dieses zentrale Thema ein Thema für die Zukunft. Im Moment liegt für uns die allererste Priorität darin, unseren Beitrag zu leisten, um einen Weg aus dieser Krise zu finden oder mindestens die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen dieser Krise zu mildern.