

Sperrfrist: 23. März 2010, 8.30 Uhr

**DAS GELDPOLITISCHE KONZEPT DER SCHWEIZERISCHEN
NATIONALBANK WÄHREND DER FINANZKRISE**

PHILIPP M. HILDEBRAND*

PRÄSIDENT DES DIREKTORIUMS

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

UNIVERSITÄT ST. GALLEN

ST. GALLEN, 23. MÄRZ 2010

* Der Referent dankt Rita Kobel Rohr für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

Einleitung

Herzlichen Dank für die Einladung an die Universität St. Gallen. Es ist für mich ein Privileg, im Rahmen der Vorlesung «Einführung in die Volkswirtschaftslehre» zu Ihnen sprechen zu dürfen. Mit besonderer Freude stelle ich fest, dass sich so viele Studentinnen und Studenten für die Volkswirtschaftslehre und damit auch für die Geldpolitik interessieren. Erlauben Sie mir in diesem Zusammenhang einen kurzen Werbespot. Falls Sie als zukünftige Ökonominen und Ökonomen die Geldpolitik und vielleicht sogar die Nationalbank als ihr Betätigungsfeld wählen sollten, würde mich das natürlich freuen. Abgesehen von meiner Freude kann ich ihnen aber auch garantieren, dass sie damit ein an Faszination kaum zu übertreffendes Forschungs- und hoffentlich auch Handlungsgebiet auswählen würden.

Ein Grund für die Faszination der Geldpolitik ist, dass die Nationalbank wie auch die Zentralbanken weltweit unablässig damit beschäftigt sind, die Geldpolitik zu optimieren. Mein Kollege und Vize-Präsident des Direktoriums Thomas Jordan bemerkte in diesem Zusammenhang treffend: Die Arbeit auf diesem Gebiet ist ein wenig wie die Suche nach dem heiligen Gral. Wir arbeiten unaufhörlich daran, werden dieses Ziel aber wahrscheinlich nie erreichen. Wie gesagt: Es würde mich freuen, wenn einige unter Ihnen eines Tages dazu beitragen, dass wir diesem Ziel immer wieder ein kleines Stück näher kommen.

Liebe Studentinnen und Studenten, im heutigen Umfeld Volkswirtschaftslehre zu studieren, dürfte noch spannender sein als noch vor paar Jahren. Wir haben gerade ausserordentliche Zeiten erlebt, die sich zweifelsohne in zukünftigen Geschichtsbüchern niederschlagen werden. Die grösste und komplexeste Finanzkrise der Nachkriegszeit liegt hinter uns. Es galt, die dramatischen

Auswirkungen dieser Krise auf die Gesamtwirtschaft zu begrenzen. Deshalb sahen sich in weiten Teilen der Welt nicht nur Regierungen, sondern vor allem auch Zentralbanken gezwungen, rasch innovative und im Ausmass einmalige Massnahmen zur Stützung des globalen Finanzsystems zu implementieren.

Das Schlimmste liegt nun hinter uns. Wir dürfen aber nicht vergessen, dass die Krise selber und die Stabilisierungsmassnahmen weltweit immense Kosten materieller sowie immaterieller Art verursacht haben. Nach dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 standen die Regierungen vor einer unmöglichen Wahl: Entweder mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit desaströse Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft zu akzeptieren oder zugunsten systemrelevanter Finanzinstitute explizite Staatsgarantien auszusprechen.¹ Dass Regierungen und Behörden vor eine solch unmögliche Wahl gestellt wurden, stellt aus meiner Sicht den grössten immateriellen Schaden der Krise dar.

Angesichts der gemachten Erfahrungen sind zahlreiche Bemühungen im Gange, das Finanzsystem auf eine robustere Basis zu stellen. Mein heutiger Vortrag ist der Geldpolitik gewidmet. Ich gehe deshalb an dieser Stelle nicht ausführlich auf die Regulierung des Finanzsystems ein.² Nur soviel sei hier gesagt: Das regulatorische Reformprogram wird eine fundamentale Neuausrichtung der globalen Finanzinstitute bedingen. Die Kosten dieser Krise waren schlicht zu hoch, und unsere Demokratien dürften in den meisten Fällen nicht bereit sein, eine erneute vergleichbare Rettungsaktion zu Gunsten der grossen Banken zu

¹ Diese explizite Staatsgarantie wurde im Rahmen des G7 Treffens in Washington formalisiert. Das Communiqué lautete: 'We agree to take decisive action and use all available tools to support systemically important financial institutions and prevent their failure.', G7 Finance Ministers and Central Bank Governors Plan of Action, 10 October 2008.

² Dies hat die Nationalbankausführlich an anderer Stelle gemacht. Siehe z.B. Bericht zur Finanzstabilität 2009, oder Hildebrand, Philipp. November 2009. Policy implications of the financial crisis, Referat, Genf.

tragen. Die Institute, welche erkennen, dass sie ihre Aktivitäten grundsätzlich neu auf Nachhaltigkeit und den Dienst an der Gesamtwirtschaft ausrichten müssen, werden auch in Zukunft erfolgreich und profitabel sein. Die Finanzinstitute hingegen, welche den Weg zurück zum alten Geschäftsmodell in neuer Verpackung wählen, manövrieren sich in eine Sackgasse. Ein übermässiger Leverage zugunsten hoch riskanter Aktivitäten wie dem Eigenhandel, dessen Profite in erster Linie einer kleinen Anzahl von Mitarbeitern zu Gute kommen, ist kein Zukunftsmodell. Der Misserfolg einer solchen Strategie ist letztlich vorprogrammiert.

Wenden wir uns nun der Geldpolitik zu. Das Ausmass der Krise hat auch geldpolitische Grundsätze in Frage gestellt. Die von zahlreichen Zentralbanken verfolgte geldpolitische Strategie sorgte für Preisstabilität. Nach hiesiger Auffassung heisst dies, die Preise für Konsumgüter nehmen in einer mittel- bis längerfristigen Betrachtung um weniger als zwei Prozent jährlich zu. Doch obwohl die Zentralbanken ihr Ziel der Preisstabilität erreichte hatten, haben sich massive Ungleichgewichte im Finanzsystem aufgebaut. Kann und soll die Geldpolitik etwas dagegen tun? Heute möchte ich mit Ihnen einige Überlegungen rund um dieses Thema diskutieren. Zu diesem Zwecke werde ich als erstes das geldpolitische Konzept der Nationalbank darstellen und zeigen, dass es sich während der Krise bewährt hat.

Das geldpolitische Konzept der Nationalbank

Über die vergangenen Jahre hatte sich unter Akademikern und Zentralbankern der Konsens gefestigt, eine bestmögliche Geldpolitik bestehe aus zwei Elementen: Einem auf die längere Frist ausgerichteten Anker und Flexibilität in der kurzen Frist.

Das Ziel, die Preisstabilität in der mittleren und längeren Frist zu gewährleisten, stellt den Anker dar. Er dient dazu, die Inflationserwartungen zu verankern. Die Flexibilität drückt sich dadurch aus, dass die Zentralbanken in der kurzen Frist auf Fluktuationen in der Gesamtwirtschaft reagieren sowie zur Stabilität des Finanzsystems beitragen.

Das geldpolitische Konzept der Nationalbank reflektiert diesen Konsens einer bestmöglichen Geldpolitik.³ Wie Sie dem Nationalbankgesetz Artikel 5 entnehmen können, haben wir den übergeordneten Auftrag, die Preisstabilität in der Schweiz zu gewährleisten. Dabei haben wir der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Dieser Passus gibt uns die Flexibilität, in der kurzen Frist auf Schocks reagieren zu können. Die Nationalbank hat zudem unter anderem die Aufgaben, die Liquiditätsversorgung sicherzustellen und zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen. Denn ohne ein stabiles Finanzsystem ist kein nachhaltiges Wirtschaftswachstum möglich.

Die Kombination von Anker und Flexibilität im geldpolitischen Konzept hat es der Nationalbank erlaubt – zusammen mit den staatlichen Massnahmen – die heftigsten Auswüchse der Finanzkrise in der Schweiz zu begrenzen. Lassen sich mich hier beifügen, dass wir dazu auch gesetzlich verpflichtet waren.

Betrachten wir das Element «Flexibilität» etwas genauer. Das geldpolitische Konzept ermöglicht es der Nationalbank, auf zwei verschiedenen Ebenen flexibel zu sein. So haben wir Flexibilität sowohl auf der Entscheidungsebene

³ Siehe Baltensperger, Ernst, Hildebrand, Philipp M. und Thomas J. Jordan. 2007. The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a 'principle-based' policy framework. Swiss National Bank Economic Studies No. 3.

als auch auf der operativen Ebene. Auf der Entscheidungsebene steht die Inflationsprognose der Nationalbank im Mittelpunkt. Sie dient als Grundlage für den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums. Die Inflationsprognose wird auf der Basis verschiedener ökonometrischer Modelle und einer Reihe relevanter Indikatoren erstellt. Es ist eine bedingte Prognose, das heisst, sie geht davon aus, dass der Leitzins für den gesamten Prognosezeitraum von jeweils drei Jahren unverändert bleibt.

Nicht zuletzt mit Blick auf die heutige Vorlesung haben Sie sicherlich mit grosser Aufmerksamkeit unsere Medienmitteilung vom 11. März studiert, in der wir unseren jüngsten geldpolitischen Entscheid erläuterten. Demnach wissen Sie, dass gemäss unserer Inflationsprognose die Preisstabilität in der kurzen Frist nicht gefährdet ist. Die Prognose zeigt aber auch an, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden. Die Inflationsprognose bleibt mit grossen Unsicherheiten behaftet. Die Erholung der weltweiten Konjunktur schreitet zwar voran. Sie bleibt jedoch anfällig. Für die Schweiz können im Falle von erneuten externen Schocks Deflationsgefahren nicht ganz ausgeschlossen werden. Ein solcher Schock wäre beispielsweise eine übermässige Aufwertung des Schweizerfrankens gegenüber dem Euro. Die Nationalbank wird nicht zulassen, dass über eine solche Aufwertung sich in der Schweiz ein Deflationsrisiko materialisiert. Deshalb werden wir einer übermässigen Aufwertung des Frankens entschieden entgegenwirken.

Wie Sie meinen Ausführungen entnehmen können, reagiert das Direktorium der Nationalbank nicht mechanisch auf die Inflationsprognose. Wie rasch die

Nationalbank reagiert, wenn die mittel- und langfristige Preisstabilität potenziell gefährdet ist – wie dies aktuell von unserer Inflationsprognose angezeigt wird – hängt von mehreren Faktoren ab. Die Unsicherheit rund um die konjunkturelle Entwicklung und die Lage an den Finanzmärkten sind solche Faktoren. Die Inflationsprognose ist gewissermassen unser Kompass. Sie gibt an, in welcher Himmelsrichtung das Ziel liegt. Beim Entscheid, welcher Weg zum Ziel führen soll, ist es ähnlich wie bei einer Wanderung in den Bergen. Es ist in der Regel besser, auch beim Wandern mit dem Kompass auf die Topographie Rücksicht zu nehmen.

Das Konzept erlaubt nicht nur eine gewisse Flexibilität auf der Entscheidungsebene, sondern – wie ich einleitend erwähnt habe – auch auf der operativen Ebene. Zur Umsetzung der Geldpolitik benutzt die Nationalbank den Dreimonats-Libor als Zielsatz. Unser operatives Ziel ist jedoch nicht der Libor an sich. Die Offenheit der Schweizer Wirtschaft und die internationalen Verknüpfungen unseres Finanzsektors verlangten nach einem operativen Ziel, das nicht eng definiert ist. Die Nationalbank soll die Möglichkeit haben, rasch und flexibel auf Finanzmarkturbulenzen zu reagieren, ohne dass wir gleich das operative Ziel anpassen müssen. Daher legen wir nicht einen Zielpunkt, sondern ein Zielband fest. Unser operatives Ziel ist ein Zielband für den Dreimonats-Libor. Wie Sie der Medienmitteilung entnehmen konnten, haben wir im jüngsten Entscheid das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0 bis 0.75 Prozent belassen. Dabei streben wir an, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0.25 Prozent zu halten.

Die Flexibilität auch auf der operativen Ebene hat uns auf dem Höhepunkt der Krise erlaubt, unkonventionelle Massnahmen zu ergreifen. Das klassische

Zinsinstrument war im März 2009 ausgereizt, da sich unser Leitzins faktisch um Null bewegte. Das geldpolitische Konzept erwies sich als flexibel genug, um auch über den Kauf von Unternehmensanleihen und Devisen weitere Liquidität zu schaffen und so dem Risiko einer Deflation entschieden entgegenwirken zu können.

In den vergangenen zweieinhalb Jahren handelte nicht nur die Nationalbank äusserst flexibel. Weltweit konnte man beobachten, wie Zentralbanken ihren kurzfristigen Freiraum nutzten, um mit geldpolitischen Massnahmen die schlimmsten Auswirkungen der Finanzkrise auf die Gesamtwirtschaft zu begrenzen.

Zumindest teilweise war dieses flexible Handeln nur möglich, weil die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken, der Preisstabilität verpflichtet zu sein, hoch ist. Die Glaubwürdigkeit ist zweifelsohne das wertvollste Gut einer Zentralbank. Je glaubwürdiger eine Zentralbank ist, desto flexibler kann sie auch handeln. Ich würde sogar sagen, dass Glaubwürdigkeit eine Vorbedingung für Flexibilität darstellt. Der solide Leistungsausweis der bedeutenderen Zentralbanken in den letzten zehn Jahren hat sicherlich dazu beigetragen, diese Glaubwürdigkeit aufzubauen und zu stärken. Den Zentralbanken ist es gelungen, die mittel- und längerfristige Preisstabilität zu gewährleisten. Dadurch haben sie die Inflationserwartungen gut verankert.

Flexibilität und Glaubwürdigkeit gehen also einerseits Hand in Hand. Andererseits stehen sie auch in einem Spannungsfeld. Sehr wichtig ist, das richtige Verhältnis zwischen beiden zu finden. Eine Zentralbank muss bestrebt sein, eine hohe Glaubwürdigkeit aufzubauen und zu pflegen. Das wird erreicht,

wenn die mittel- und langfristige Preisstabilität gewährleistet ist. Im Bedarfsfall kann die Zentralbank dann sehr flexibel agieren. Als Zentralbanker sind wir uns jedoch auch Folgendes bewusst: Wir dürften die über Jahre aufgebaute Glaubwürdigkeit nicht dadurch untergraben, dass die mittel- bis langfristige Preisstabilität wegen zu flexiblem Handel in Gefahr gerät. Wie vieles im Leben ist auch dies eine Frage des Masses.

Preisstabilität versus Finanzstabilität?

Liebe Studentinnen und Studenten, die Nationalbank hat dezidiert auf die Finanz- und Wirtschaftskrise reagiert. Gleichzeitig weisen Umfragen darauf hin, dass die Inflationserwartungen gut verankert geblieben sind. Durch diese Krise wurde unser geldpolitisches Konzept einer strengen Prüfung unterzogen. Man muss immer sehr vorsichtig sein bei der Beurteilung der eigenen Leistung oder des eigenen Produkts. Gleichwohl wage ich hier zu behaupten, dass das Konzept diese Prüfung bestanden hat. Aber obwohl es sich in der Krisenbekämpfung bewährt hat, dürfen wir nicht ruhen. Insbesondere werden wir erst dann von einer erfolgreichen Krisenbewältigung sprechen, wenn alle getroffenen Massnahmen zur Eindämmung der Krise störungsfrei wieder abgebaut sind. Auch ist es noch nicht gesichert, dass die Weltwirtschaft und mit ihr die Schweizer Wirtschaft auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückgekehrt sind. Zudem ist der jetzige erfolgreiche Leistungsausweis kein Garant für zukünftigen Erfolg.

Kurz- und mittelfristig sind die meisten Zentralbanken gefordert, bei der Normalisierung der Geldpolitik den richtigen Zeitpunkt und – auch hier – das richtige Mass zu finden. Für einen Notenbanker ist dieses «Timing», wie es im angelsächsischen kurz genannt wird, immer eine Herausforderung. Aber heute

ist diese Herausforderung wegen den grossen Unsicherheiten rund um die Prognosen möglicherweise sogar grösser. Zudem könnte die Gratwanderung zwischen Flexibilität und Glaubwürdigkeit noch herausfordernder sein als in den vergangenen Jahren.

Ein Grund dafür, dass die Zentralbanken möglicherweise künftig noch stärker gefordert werden, ist mit der Entwicklung im Finanzsystem verbunden. Das Finanzsystem ist der Herzkreislauf der Wirtschaft. Ist dieser gestört, ist die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt. Während der globalen Finanzkrise hatte die schnell wachsende Unsicherheit über die Solidität verschiedener Banken in mehreren Wellen zu einem Verschwinden des Vertrauens und damit der Liquidität auf den Finanzmärkten geführt. Die Beeinträchtigung der Gesamtwirtschaft wurde immer deutlicher. Dementsprechend war die erforderliche geldpolitische Antwort hinsichtlich Preisstabilität, Konjunktorentwicklung, Liquiditätsversorgung und Finanzstabilität die gleiche oder zumindest eine ähnliche. Es galt, Liquidität bereitzustellen und generell die monetären Bedingungen zu lockern. Wir dürfen aber nicht davon ausgehen, dass es immer so sein wird. Denkbar ist auch eine Situation, in welcher die Geldpolitik mit Blick auf die Finanzstabilität restriktiver sein müsste als mit Blick auf die Preisstabilität. Den grössten Beitrag, den die Geldpolitik für die Finanzstabilität leisten kann, ist die Preisstabilität zu wahren. Die Finanzkrise hat uns jedoch sehr deutlich vor Augen geführt, dass Preisstabilität und makroökonomische Stabilität nicht zwangsläufig ein stabiles Finanzsystem garantieren. Das günstige makroökonomische Umfeld mit relativ tiefen Zinsen dürfte sogar Anreize geschaffen haben, exzessive Risiken einzugehen.

Die Finanzstabilität ist in erster Linie dadurch zu stärken, dass das Finanzsystem robuster gegenüber Schocks gemacht wird. Daraus abzuleiten, dass die Geldpolitik in diesem Bereich nicht weiter gefordert ist, wäre jedoch zu einfach. Die immensen materiellen und immateriellen Kosten der Krise stellen einen starken Ansporn dar, nicht nachzulassen in unseren Bemühungen, die Geldpolitik zu optimieren.

Meiner Ansicht nach sollte insbesondere die Analyse der Dynamik und der Mechanismen an den Kreditmärkten, der Geldmengenaggregate und des Finanzsystems generell vertieft werden. So müssen wir festhalten, dass paradoxerweise das Risiko im Finanzsystem dann am höchsten war, als Indikatoren wie Spreads am niedrigsten waren. Die Zentralbanken müssen sich aber auch mit der konkreten Frage befassen, ob sie dem Aufbau von Ungleichgewichten im Finanzsystem aktiv entgegenwirken sollten. Diese Problematik wird oft auf die Frage reduziert, ob die Geldpolitik versuchen sollte, Blasen zum Platzen zu bringen oder nicht. Diese Fragestellung scheint mir etwas unglücklich. Nicht zuletzt, weil sie im Zentrum stand, herrschte vor der Krise die Meinung vor, die Zentralbanken sollten die Entwicklung der Vermögenspreise nur beobachten. Sie sollten nicht versuchen, diese aktiv und systematisch zu beeinflussen, geschweige denn zu kontrollieren. Zentralbanken sollten, so diese Auffassung, nur dann aktiv werden, wenn steigende Vermögenspreise die Preisstabilität gefährdeten. Die Begründung für diese Empfehlung liegt auf der Hand. Die Fähigkeit, Blasen rechtzeitig zu identifizieren, ist begrenzt. Und auch wenn eine Blase rechtzeitig erkannt würde, ist das geldpolitische Instrumentarium zu grob, um das Problem zu

beheben. Man war deshalb der Ansicht, die Zentralbanken sollten sich darauf konzentrieren, nach den Krisen aufzuräumen.⁴

Nicht zuletzt infolge der immensen Kosten dieser Aufräumarbeiten wird dieses Problem zusehends aus einem anderen Blickwinkel betrachtet. Die Schwierigkeit, Blasen rechtzeitig zu erkennen, ist nicht von der Hand zu weisen. Aber das Problem ist nicht die Blase an sich. Sie lenkt vom zugrundeliegenden Problem ab. Blasen bei den Vermögenspreisen sind letztlich Symptome. Die zugrundeliegende Ursache ist vielmehr ein Cocktail steigender Vermögenspreise, eines steigenden Verschuldungsgrads und zu lockeren Belehnungskonditionen. Würde zudem wieder dereguliert und sollten Finanzinstitute zu ihrem alten Risikoverhalten zurückkehren, dann entstünde eine Konstellation, die das Finanzsystem erneut destabilisieren könnte.⁵

Ziehen wir diese Argumentationslinie etwas weiter: In einer solchen Konstellation hätte die Geldpolitik möglicherweise nicht nur eine Handhabe, sondern auch eine Verantwortung, Ungleichgewichte im Finanzsystem aktiv zu begrenzen. Um den Aufbau solcher Ungleichgewichte entgegenzuwirken, ist in erster Linie – wie vorher kurz erwähnt – das Finanzsystem über die richtigen regulatorischen Anreize resistenter gegenüber Schocks zu gestalten. Die in der Schweiz bereits eingeführte Verschärfung der Eigenmittelanforderungen für systemrelevante Banken erhöht deren Kapitalpuffer. Dies ist ein wichtiger erster Schritt. Auf internationaler Ebene geht die Entwicklung der Regulierungsstandards auch in diese Richtung. Aber möglicherweise reicht dies

⁴ Siehe z.B. Bernanke, Ben S. und Mark Gertler. 2001. How should central bankers respond to asset prices? American Economic Review Papers and Proceedings 91(2): 253-257.

⁵ Siehe Cagliarini, Adams, Kent, Christopher und Glenn Stevens. 2010. Fifty years of monetary policy: what have we learned? Reserve Bank of Australia, 50th Anniversary Symposium. Siehe auch White, William R.. 2009. Should monetary policy “lean or “clean”? Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 34.

nicht aus. Daher sollten sich Zentralbanken intensiv mit der Frage auseinandersetzen, ob sie nicht einschreiten müssten, wenn ein starkes Kreditwachstum und laschere Kreditbedingungen die Risiken im Finanzsystem erhöhen. Die Entwicklung der Kreditaggregate können diesbezüglich wichtige Hinweise liefern. Damit sei nicht gesagt, dass der Aufbau von Ungleichgewichten einfach zu erkennen und einfach zu verhindern sei. Die Interpretation der verschiedenen Entwicklungen sowie die Ausarbeitung von konkreten Handlungsoptionen bleiben herausfordernd.

Kreditaggregate sind Teil sowohl des geldpolitischen Konzepts der Nationalbank wie auch der Europäischen Zentralbank. So verfolgt die Nationalbank die Kreditentwicklung aufmerksam. Das tiefe Zinsniveau hat in der Schweiz die Zunahme der Hypothekarkredite beschleunigt. Demgegenüber sind die nicht hypothekarisch gesicherten Kredite zurückgegangen. Ein Rückgang ist üblich in Zeiten schwacher wirtschaftlicher Aktivität, wie wir sie gerade erlebt haben. Das Niveau dieser Kredite ist aber deutlich höher als in vergleichbaren Phasen vergangener Konjunkturzyklen. Unsere vierteljährlich durchgeführte Umfrage bei Finanzinstituten zeigt, dass die Phase der Verschärfung der Kreditbedingungen zu Ende geht. Wir haben im Unterschied zu anderen Ländern keinen «credit crunch» erfahren, was erfreulich ist. Dies hat sicherlich dazu beigetragen, dass die Rezession hierzulande schwächer ausfiel als in zahlreichen anderen Volkswirtschaften. Ich möchte an dieser Stelle aber nochmals die Banken und die Kreditnehmer ermahnen, angesichts des Wachstums der Hypothekarkredite und des anhaltenden Anstiegs der Wohnimmobilienpreise vorsichtig zu bleiben. Die Zinsen sind im historischen Vergleich ausserordentlich tief. Dieser Umstand darf bei der Beurteilung der Tragbarkeit der Schulden nicht vergessen werden. Grosse Vorsicht ist auch bei

der Festlegung der Belehnungsgrenze angezeigt. Wir führen gegenwärtig eine vertiefte Umfrage bei den Banken durch. Sie soll Aufschluss geben über die Praxis der Banken bei der Gewährung von Hypotheken für Wohnimmobilien. Die Nationalbank hat gegenwärtig keine Anzeichen dafür, dass es zu Exzessen gekommen ist. Ich hoffe, dass die Auswertung dieser Umfrage den Schluss zulassen wird, dass die Banken und die Kreditnehmer ihre Verantwortung wahrgenommen haben.

Schlussbemerkungen

Liebe Studentinnen und Studenten, die Herausforderungen für die Zentralbanken, auch für die Nationalbank, bleiben gross und breit gefächert. Die globale Finanzkrise hat das geldpolitische Konzept der Nationalbank einer harten Prüfung unterzogen. Die bisherigen Erfahrungen haben gezeigt, dass das Konzept eine erfolgreiche Krisenbekämpfung ermöglicht hat. Aber das ist kein Grund zurückzulehnen. Wie Fed Governor Kevin Warsh letzten Herbst bemerkte, «this is no time to declare victory (...)».⁶ Diese Aussage gilt auch heute noch. Alle getroffenen Massnahmen zur Eindämmung der Krise müssen zuerst störungsfrei wieder abgebaut sein. Zudem wollen wir sicher sein, dass die Schweizer Wirtschaft tatsächlich wieder in ruhiges Fahrwasser zurückgekehrt ist. Und schliesslich ist eine erfolgreiche Leistung in der Vergangenheit keine Garantie für die Zukunft.

Auch die Tatsache, dass eine geldpolitische Strategie, welche die Preisstabilität in der mittleren und längeren Frist gewährleistet hat, nicht auch automatisch Finanzstabilität garantiert, muss uns in unserer Suche nach dem

⁶ Warsh, Kevin M.. September 2009. Longer days, fewer weekends. Speech at the 12th Annual International Banking Conference, Chicago, Illinois.

heiligen Gral zusätzlich anspornen. Möglicherweise können Zentralbanken dazu beitragen, dem Aufbau von Ungleichgewichten im Finanzsystem entgegenzuwirken. Zum Schluss möchte ich aber auch Folgendes betonen: Ich bin überzeugt, dass die Geldpolitik weder alle Probleme lösen kann, noch soll. Eine Zentralbank muss darauf achten, nicht viele verschiedene Ziele zu verfolgen. In dieser Hinsicht ist auch das gesetzliche Mandat der Nationalbank explizit. Die Wahrung der Preisstabilität ist das oberste Ziel. Die erste Verteidigungslinie, den Aufbau von Ungleichgewichten im Finanzsystem entgegenzuwirken, ist eine bessere Regulierung des Finanzsystems.

Nun freue ich mich auf unsere gemeinsame Diskussion.