

Sperrfrist: 21. November 2012, 18.00 Uhr

Fiskal- und Geldpolitik im Spannungsfeld stabilitätsorientierter Wirtschaftspolitik

Fritz Zurbrügg¹

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Universität Luzern

Luzern, 21. November 2012

¹Der Referent dankt Bettina Simioni und Adriel Jost für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Marco Huwiler, Peter Kuster und Enzo Rossi für ihre wertvollen Kommentare.

Sehr geehrte Damen und Herren

Es freut mich ausserordentlich, heute Abend hier an der Universität Luzern einen Vortrag halten zu dürfen. Das Thema des heutigen Abends beschäftigt mich schon lange. In allgemeiner und eher abstrakter Form befasste ich mich während dem zehnjährigen Aufenthalt beim Internationalen Währungsfonds immer wieder mit Fragen zur Fiskal- und Geldpolitik sowie deren Zusammenspiel. In den letzten sechs Jahren bei der Eidgenössischen Finanzverwaltung lag der Fokus meiner Tätigkeit auf der Fiskalpolitik und dabei vor allem auf deren konkreten Umsetzung. Mit dem Wechsel in das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) letzten Sommer habe ich jetzt die einmalige Gelegenheit und das Privileg, den Fokus auf die Geldpolitik zu richten. Es ist sicher zu früh, abschliessend über beide wirtschaftspolitische Bereiche referieren zu wollen – erste Überlegungen möchte ich Ihnen trotzdem zumuten.

Einleitung

Die Fiskalpolitik ist jüngst in verschiedenen Ländern an die Grenzen ihrer Handlungsfähigkeit gestossen.² Regierungen sind kaum mehr in der Lage, ihre Leistungen im gewohnten Umfang zu finanzieren, und damit besteht auch kein Spielraum mehr für konjunkturstützende diskretionäre Massnahmen. Dies hat die an die Geldpolitik gestellten Erwartungen erhöht, etwas für die Stabilisierung der Wirtschaft und der Finanzmärkte zu tun. Tatsächlich haben Zentralbanken weltweit unkonventionelle Massnahmen ergriffen, um ihr Mandat auch unter diesen aussergewöhnlichen Umständen zu erfüllen. Einige dieser Massnahmen werden kritisiert, weil sie den Aufgabenbereich der Fiskalpolitik tangieren.

Heute besteht in verschiedenen Ländern ein Spannungsfeld zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Wie entsteht dieses Spannungsfeld? Welche Faktoren können es verstärken oder entschärfen? Und wie präsentiert sich die Situation gegenwärtig in der Schweiz?

Um diese Fragen zu beantworten, werde ich zuerst die Ziele und die Rollenverteilung der beiden Bereiche der Wirtschaftspolitik veranschaulichen. In einem weiteren Schritt möchte ich die Bedeutung von Regeln und einer Stabilitätskultur für eine nachhaltige Wirtschaftspolitik – frei von Spannungsfeldern – hervorheben. Dies werde ich anhand der

² In diesem Vortrag verwende ich den Begriff der Fiskalpolitik in Anlehnung an die angelsächsische Bezeichnung „fiscal policy“, d.h. im Sinne der Finanzpolitik.

jüngsten Krise verdeutlichen. Zum Schluss werde ich darlegen, wie sich die Situation aktuell in der Schweiz präsentiert.

Ziele der Fiskal- und Geldpolitik und Wechselwirkungen

Gibt es zwangsläufig ein Spannungsfeld zwischen Geld- und Fiskalpolitik? Das wäre dann der Fall, wenn die beiden Bereiche der Wirtschaftspolitik entgegengesetzte Ziele verfolgen würden. Wenn wir uns jedoch die Ziele der Geld- und Fiskalpolitik anschauen, sehen wir, dass diese sehr ähnlich sind (Grafik 1).

Die Geldpolitik wird heute in den meisten Industriestaaten von unabhängigen Zentralbanken geführt und ist vorrangig dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet. Dabei muss die Geldpolitik aber auch den Konjunkturverlauf berücksichtigen. Erhöht eine Zentralbank zum Beispiel wegen einer anziehenden Inflation die Zinsen, hat sie damit zu rechnen, dass dies eine dämpfende Wirkung auf die Konjunktur hat. Gleichzeitig sollte sich die Geldpolitik stets bewusst sein, dass sie das Wachstum nur vorübergehend begünstigen, aber langfristig mit einer expansiven Geldpolitik keine dauerhafte Stimulierung der Gesamtnachfrage erzeugen kann. Versucht sie es dennoch, so wird sie auf lange Sicht inflationär wirken und die Volkswirtschaft destabilisieren. Um dies zu vermeiden, hat sich die Zentralbank auf ein Ziel zu konzentrieren, das sie mit ihren Mitteln erreichen kann, nämlich die Gewährleistung der Preisstabilität. Die Preisstabilität ist kein Selbstzweck. Mit ihr schafft die Geldpolitik günstige Rahmenbedingungen für die Unternehmen und Haushalte und leistet damit einen wichtigen Beitrag zu einer stabilen Wirtschaftsentwicklung.

Die Fiskalpolitik soll sicherstellen, dass die Ausgaben und Einnahmen auf Dauer im Gleichgewicht sind. Gleichzeitig soll in der Einnahmen- und Ausgabenpolitik die Konjunkturlage berücksichtigt werden. So wird das Hauptziel der Fiskalpolitik des Bundes in der Bundesverfassung festgehalten.³ Mit diesen klaren Leitplanken wird sichergestellt, dass die Fiskalpolitik ihre wichtige Funktion zur Stabilisierung der Konjunktur erfüllen kann, jedoch ohne dass dabei die Solidität des Staatshaushaltes in Frage gestellt wird. Wenn sich die Fiskalpolitik ausschliesslich darauf konzentriert, das Wachstum zu fördern, und dabei die

³ Art. 126 BV (Haushaltführung): Der Bund hält seine Ausgaben und Einnahmen auf Dauer im Gleichgewicht. Art. 100 BV (Konjunkturpolitik): Bund, Kantone und Gemeinden berücksichtigen in ihrer Einnahmen- und Ausgabenpolitik die Konjunkturlage.

Solidität des Haushaltes nicht beachtet, läuft sie Gefahr, ihren Handlungsspielraum zu verlieren. Dieser Spielraum ist zentral, um auf neue Herausforderungen reagieren zu können und um in einer Krisensituation eine Konjunkturglättung zu ermöglichen. Die Solidität des Haushaltes ist demnach kein Selbstzweck. Denn damit werden Beschäftigung und Wohlstand gefördert.

Die Fiskalpolitik verfolgt somit ein ganz ähnliches Ziel wie die Geldpolitik. Indem günstige Bedingungen für ein dauerhaftes und möglichst ausgeglichenes Wirtschaftswachstum geschaffen werden, wird der gesellschaftliche Wohlstand gefördert. Die angestrebten wirtschaftspolitischen Ziele von Geld- und Fiskalpolitik sind eng miteinander verwandt – wenn nicht sogar deckungsgleich.

In beiden Bereichen der Wirtschaftspolitik ist Nachhaltigkeit ausschlaggebend: Nur wenn die öffentlichen Finanzen langfristig gesund bleiben, kann die Fiskalpolitik ihre Ziele dauerhaft erfüllen. Die Geldpolitik ihrerseits sollte mittel- und langfristig orientiert sein, weil sie bei einer kurzfristig motivierten Konjunkturstimulierung riskiert, dass die Inflationserwartungen steigen.

Lassen Sie mich zusammenfassen: Die Ziele von Fiskal- und Geldpolitik überschneiden sich weitgehend, so dass in „normalen“ Zeiten kein Spannungsfeld zwischen Fiskal- und Geldpolitik bestehen sollte. Jedoch bestehen starke Wechselwirkungen zwischen Fiskal- und Geldpolitik, denn die Handlungen der beiden beeinflussen sich gegenseitig auf dem Finanzmarkt sowie in der Realwirtschaft.

Betrachten wir zuerst den Finanzmarkt (Grafik 2). Die Geldpolitik steuert einen Referenzzinssatz am Geldmarkt, auf dessen Basis am Finanzmarkt Wertpapiere, wie zum Beispiel Staatsanleihen, bewertet und gehandelt werden. Ist die Geldpolitik glaubwürdig und bei der Sicherung der Preisstabilität erfolgreich, sind die Inflationserwartungen tief und fest verankert. In diesem Fall bewirken kleine Änderungen des Referenzzinssatzes relativ starke Anpassungen bei den langfristigen Zinsen – der geldpolitische Transmissionsmechanismus funktioniert. Die Inflationsrisikoprämie und die Kapitalmarktzinsen sind tief. Tiefere Zinsen bedeuten tiefere Finanzierungskosten für den Staat. Wenn sich der Staat auf dem Kapitalmarkt finanziert, spielen aber nicht nur die Inflationserwartungen und die Inflationsrisikoprämie eine Rolle, sondern auch die

Kreditrisikoprämie. Je nachhaltiger die Staatsfinanzen, umso höher das Vertrauen der Investoren. Dies führt zu einer tieferen Kreditrisikoprämie. Dadurch verbessert sich die Tragbarkeit der Staatsfinanzen, womit das Kreditrisiko wiederum sinkt. Davon profitiert auch die Geldpolitik, weil die Transmission geldpolitischer Impulse ohne Beeinträchtigung erfolgt. Somit führen eine nachhaltige Geld- und Fiskalpolitik gemeinsam zu mehr Stabilität, weniger Unsicherheit und tieferen Zinsen.

Wenden wir uns nun der Realwirtschaft zu (Grafik 3). Einerseits bedeuten tiefere Zinsen auch tiefere Finanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte. Damit wird das Wirtschaftswachstum begünstigt – nicht aber per se erzeugt. Das Wachstum selbst gründet auf Produktivitätssteigerung, Bevölkerungswachstum und Kapitalbildung. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik ermöglicht es Haushalten und Unternehmen, ihre wirtschaftlichen Entscheidungen (Arbeit, Konsum, Sparen und Investitionen) unter weniger Unsicherheit zu fällen. Auf diese Weise wird der Einsatz von Arbeit und Kapital verbessert. Davon kann auch die Fiskalpolitik profitieren: Ein stetiger Konjunkturverlauf bedeutet stabilere Einnahmen und Ausgaben.

Auch die Fiskalpolitik trägt zur Planbarkeit von wirtschaftlichen Entscheidungen bei, wenn sie sich auf Stabilität besinnt. Denn ein ausgeglichener Haushalt erlaubt eine relativ konstante Besteuerung. Wenn ein Staat aber stark verschuldet ist, besteht die Gefahr, dass die Haushalte trotz tiefer Steuern nicht konsumieren, sondern sparen, da sie in Zukunft eine Steuererhöhung erwarten (Ricardianische Äquivalenz). Wirtschaftspolitische Stabilität reduziert die Unsicherheit und schafft somit günstige Voraussetzungen für das Wirtschaftswachstum. In einem solchen Umfeld kann sich die Zentralbank vollumfänglich um ihr Mandat, die Erhaltung der Preisstabilität, kümmern.

Eine erfolgreiche Geldpolitik setzt somit eine gesunde Fiskalpolitik voraus und umgekehrt. Um langfristig Stabilität und Prosperität zu erreichen, müssen Fiskal- und Geldpolitik auf Nachhaltigkeit bedacht sein. Wenn dies der Fall ist, können Spannungsfelder vermieden werden.

Gute Regeln schränken den diskretionären Spielraum ein

Um eine Wirtschaftspolitik möglichst frei von Spannungsfeldern zu erreichen, müssen Fiskal- und Geldpolitik demnach stabilitätsorientiert umgesetzt werden. Doch wie wird das

garantiert? Gerade der Handlungsspielraum einer Zentralbank ist beträchtlich, verfügt sie doch einerseits über das Notenmonopol, und andererseits führt sie die Geldpolitik unabhängig von der Politik. Aber auch die Regierung und das Parlament haben in der Fiskalpolitik einen relativ grossen Ermessensspielraum, wenn es um die Ausführung ihres Mandates geht. Sie können sowohl die Höhe der Steuern als auch der Ausgaben bestimmen, wobei es a priori keine klare Richtlinien zu den optimalen Grössen gibt.

Damit Fiskal- und Geldpolitik ihre diskretionären Spielräume nicht missbrauchen, sondern ihre Instrumente zielkonform einsetzen und dadurch eine nachhaltige Wirtschaftspolitik erreichen, sollten klare und verbindliche Regeln existieren.

In der Geldpolitik wurde die „Rules vs. discretion“-Diskussion – die Debatte um Regeln und Ermessen – schon früh geführt. Ihre Ursprünge lassen sich bis an den Anfang des 19. Jahrhunderts zurückführen. Damals forderten die Anhänger der sogenannten Currency-Schule eine enge Bindung der Emission von Papiergeld an die Goldvorräte der Zentralbank. Demgegenüber waren die Vertreter der Banking-Schule der Auffassung, dass es auch ohne eine solche Regel zu einer stabilitätsgerechten Ausweitung des Geldangebots kommen würde.

Erste Argumente zugunsten von Regeln wurden in der geldpolitischen Literatur schon früh geliefert.⁴ Heute besteht ein Konsens, dass eine regelbasierte Geldpolitik bei der Gewährleistung der Preisstabilität erfolgreicher ist. Die unklaren Zielsetzungen hatten in der Vergangenheit dazu geführt, dass die Geldpolitik stärker politischem Druck ausgesetzt war. Dies hatte zur Folge, dass sie eher versucht war, die kurzfristige Wachstumsstimulierung mehr zu gewichten als deren langfristigen Konsequenzen für die Preisstabilität. Darum soll die Geldpolitik von einer regelbasierten, unabhängigen Zentralbank ausgeführt werden.⁵ Dabei steht die Beurteilung der zukünftigen Entwicklung der Inflation im Mittelpunkt. Damit kann die Preisstabilität als eigentliches Ziel der Geldpolitik erfüllt werden (Grafik 4).

In der Fiskalpolitik ist die „Rules vs. discretion“-Diskussion deutlich jünger. Gab es 1990 nur fünf Länder mit Fiskalregeln (Deutschland, Indonesien, Japan, Luxemburg und die USA), so sind es heute 81.⁶ Die aktuelle Finanzkrise und die damit verbundene Schuldenkrise hat die

⁴ Siehe Friedman (1948).

⁵ Siehe Kydland und Prescott (1977), Barro und Gordon (1983).

⁶ Siehe Budina et al. (2012).

Bedeutung von Fiskalregeln in den Vordergrund gerückt. Grundsätzlich kann die Fiskalpolitik durch automatische Stabilisatoren und diskretionäre Massnahmen umgesetzt werden. Diskretionäre Massnahmen müssen verschiedene Bedingungen erfüllen, damit sie wirksam sind. Diese können durch die drei T-Kriterien zusammengefasst werden. Die drei „T“ stehen für „timely“, „targeted“ und „temporary“.⁷ Das heisst, dass diskretionäre Massnahmen erstens rechtzeitig (timely) greifen müssen, damit sie nicht prozyklisch wirken. Dieses Risiko besteht insbesondere deshalb, weil diskretionäre Massnahmen politische Entscheide voraussetzen. Ihre Umsetzung kann deshalb viel Zeit beanspruchen. Zweitens müssen solche Massnahmen gezielt (targeted) sein, so dass die betroffenen Sektoren und Branchen gestützt werden können. Drittens müssen sie vorübergehender Natur (temporary) sein, damit sie nicht zu einer dauerhaften Belastung des Staatshaushaltes werden.

Die Erfahrung hat gezeigt, dass im Aufschwung Budgetdefizite nicht durch Überschüsse kompensiert werden und diskretionäre Massnahmen somit häufig über den Abschwung hinaus zu einer permanenten Belastung der Staatshaushalte führen.⁸ Um einen ausgeglichenen Haushalt zu erreichen, muss der Handlungsspielraum der Politik eingeschränkt werden. Dies geschieht, indem sich die Politik anhand von Fiskalregeln eine Selbstbindung auferlegt (Grafik 5). Als Folge dieser Erkenntnis spielen die automatischen Stabilisatoren heute im Vergleich zu diskretionären Massnahmen eine immer wichtigere Rolle.

Die automatischen Stabilisatoren sind so konzipiert, dass sie die drei T-Kriterien erfüllen. Ein wichtiger automatischer Stabilisator ist die Arbeitslosenversicherung. Sie löst je nach konjunktureller Situation automatisch Staatsausgaben oder -einnahmen aus und wirkt damit ohne Verzögerung (timely). Zweitens unterstützt sie gezielt (targeted) diejenigen, die vom Konjunkturabschwung betroffen sind. Drittens ist sie zeitlich begrenzt (temporary).

Regeln alleine garantieren aber noch keine Stabilität, denn deren Umsetzung unterliegt häufig einem gewissen Ermessensspielraum: Sie können immer irgendwie umgangen werden. So gab es bereits vor Ausbruch der Staatsschuldenkrise in diversen Ländern Fiskalregeln. Ein gutes Beispiel sind die Maastricht-Kriterien in der EU, die von verschiedenen Staaten wiederholt verletzt wurden, ohne dass es zu griffigen Sanktionen gekommen wäre. Auch in

⁷ Summers (2007).

⁸ Siehe IWF (2008).

der Geldpolitik gibt es in der Geschichte weltweit genügend Beispiele, die verdeutlichen, dass ein Abweichen vom Ziel der Preisstabilität drastische Folgen für die Wirtschaft haben kann. Gelingt es der Zentralbank nicht, die Preisstabilität zu gewährleisten, setzt sie ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel und riskiert dadurch, die Wirksamkeit zukünftiger Massnahmen zu beeinträchtigen.

Welche Faktoren tragen dazu bei, dass Regeln befolgt werden?

Erstens brauchen wir eine „gute“ Regel. In der Fiskalpolitik zeichnet sich eine „gute“ Regel durch folgende Elemente aus: Sie ist klar und einfach verständlich. Sie ist verbindlich, also gesetzlich verankert – und dies möglichst auf Verfassungsebene. Zudem ist sie mit einem konkreten Sanktionsmechanismus versehen. Last but not least muss die Regel Ausnahmen zulassen, die möglichst klar definiert sind.

In der Geldpolitik gibt es ebenfalls bestimmte Anforderungen an eine „gute“ Regel. Sie muss in erster Linie aufzeigen, wie die Zentralbank ihr Instrumentarium einzusetzen hat, um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen. Sie hält die Kriterien fest, nach denen geldpolitische Massnahmen ergriffen werden. Für viele Zentralbanken spielen die Inflationsprognosen eine wichtige Rolle: Sie dienen einerseits als Hauptindikator für den Zinsentscheid. Andererseits sind sie ein wichtiges Element in der Kommunikation. Eine "gute" Regel schafft eine gewisse Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit und macht die Geldpolitik berechenbarer. Sie bietet einen Anker für die Inflationserwartungen und verhilft der Geldpolitik zu einer verbesserten Glaubwürdigkeit.

Zweitens brauchen wir eine Stabilitätskultur, die in der Mentalität eines Landes – in Bevölkerung und Politik – fest verankert ist (Grafik 6). In der Literatur wurde gezeigt, dass sich spezifische politische Strukturen und eine Stabilitätskultur gegenseitig fördern.⁹ Für die Fiskalpolitik sind dies beispielsweise der fiskalische Föderalismus (Steuerwettbewerb), das Subsidiaritätsprinzip, direktdemokratische Strukturen und politische Kontinuität (z.B. Konkordanzprinzip). Bei der Geldpolitik spielt die Unabhängigkeit der Zentralbank eine wichtige Rolle. Dass eine höhere Unabhängigkeit mit tieferen Inflationsraten einhergeht, wurde empirisch nachgewiesen.¹⁰ Um ihre Unabhängigkeit zu bewahren, muss die Zentralbank einen Leistungsausweis erbringen und sich Glaubwürdigkeit und Respekt

⁹ Siehe Feld und Kirchgässner (2008), Poterba (1994).

¹⁰ Siehe Alesina und Summers (1993), Klomp und de Haan (2010).

erarbeiten. Nur so wird der hohe Wert der Unabhängigkeit von der Politik und Öffentlichkeit anerkannt.

Das Spannungsfeld in Krisensituationen

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat eindrücklich gezeigt, wie wichtig es ist, dass Fiskal- und Geldpolitik ihrem Mandat verpflichtet bleiben und auf Nachhaltigkeit bedacht sind.

Wenn die Staatsfinanzen bereits in guten Zeiten einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen, ist die Handlungsfähigkeit der Fiskalpolitik in Krisenzeiten rasch erschöpft. In dieser Situation steigt der Druck von politischer Seite und der Öffentlichkeit auf die Zentralbank, die Konjunktur mit geldpolitischen Massnahmen zu stimulieren.¹¹ Gibt eine Zentralbank diesem politischen Druck nach, gefährdet sie ihre Unabhängigkeit und damit ihre Glaubwürdigkeit. Bei nicht tragfähiger Fiskalpolitik ist geldpolitische Stabilität auf Dauer nicht mehr möglich, auch wenn die Zentralbank unabhängig ist und kein Druck zur Konjunkturstabilisierung besteht. Wie ein Blick in die Wirtschaftsgeschichte zeigt, gehen hohe Inflationsraten sehr oft mit einer hohen Staatsverschuldung einher.¹²

Die Geldpolitik ist in Krisenzeiten nur handlungsfähig, wenn ihre Glaubwürdigkeit intakt ist. Einige Zentralbanken, darunter die SNB, haben aufgrund der jüngsten Krise die Nullzinsgrenze erreicht. Auch nach Erreichen dieser Grenze können diese Zentralbanken weiterhin ihre Ziele verfolgen. Um weiterhin handlungsfähig zu bleiben, greifen sie zu unkonventionellen Massnahmen. Einige dieser Massnahmen, wie zum Beispiel Käufe von Wertpapieren privater Schuldner, werden als quasi-fiskalisch bezeichnet. Das heisst, dass sie zwar von der Geldpolitik getroffen werden, aber, wie fiskalpolitische Massnahmen, Verteilungseffekte haben. Deshalb ziehen sie öffentliche und politische Aufmerksamkeit auf sich und können daher die Unabhängigkeit der Zentralbank gefährden.

Ausserdem besteht die Gefahr, dass Politik, Wirtschaft und die breite Öffentlichkeit erwarten, dass die Geldpolitik für alle Probleme eine Lösung bereithält. Zahlreiche realwirtschaftliche Probleme, wie der Mangel an Wettbewerbsfähigkeit und die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen, haben strukturelle Ursachen. Hier liegt es an

¹¹ Siehe Jordan (2011, 2012a).

¹² Siehe Bernholz (2003).

den Regierungen, für Reformen zu sorgen. Denn die Lösung solcher Probleme liegt ausserhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik.

Die Bewältigung der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise hat dazu geführt, dass sich die Wirkungskreise von Fiskal- und Geldpolitik deutlich mehr überschneiden als vorher. So ist in manchen Ländern ein Spannungsfeld zwischen Fiskal- und Geldpolitik entstanden. Mangelnde Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik kann zu einer Überforderung der Geldpolitik führen und könnte damit auch diesen Politikbereich vom Stabilitätspfad abbringen.

Die Schweiz stellt eine Ausnahme dar

In der Schweiz besteht heute – trotz des schwierigen wirtschaftlichen Umfelds – kein Spannungsfeld zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens sind die öffentlichen Finanzen sehr gesund. Zweitens war auch die Geldpolitik stets auf Stabilität bedacht.

Dass die öffentlichen Haushalte so gut dastehen, ist insbesondere den Fiskalregeln der Kantone und der Schuldenbremse auf Bundesebene zu verdanken (Grafik 7). Die Schuldenbremse wurde im Jahr 2003 eingeführt, um der ansteigenden Verschuldung in den 1990er-Jahren einen Riegel zu schieben.¹³ Das Kernstück der Schuldenbremse besteht aus einer einfachen Ausgabenregel: Über einen Konjunkturzyklus hinweg dürfen die Ausgaben nicht grösser sein als die Einnahmen. Dies hat den Vorteil, dass kein bestimmter Verschuldungsgrad definiert und angestrebt werden muss. Hier möchte ich betonen, dass die Schuldenbremse den Handlungsspielraum der Fiskalpolitik nicht einschränkt, sondern ihn im Gegenteil vergrössert. Sie wirkt einer übermässigen Verschuldung entgegen und versetzt die Fiskalpolitik somit in eine bessere Ausgangslage. Sie ist handlungsfähig, wenn sie handeln muss.

Durch die Schuldenbremse wurde eine konkrete und griffige Ausgabenregel aufgestellt, die dem Konjunkturzyklus Rechnung trägt, klar definierte Ausnahmen zulässt und einen vordefinierten Sanktionsmechanismus enthält. Die Schuldenbremse ist in der Verfassung verankert, und die Ausnahmen sowie der Sanktionsmechanismus sind im Bundesgesetz über den eidgenössischen Finanzhaushalt definiert. Der Sanktionsmechanismus sieht vor, dass bei

¹³ Die Staatsverschuldung stieg von 39 Mrd. Franken im Jahr 1990 auf über 120 Mrd. im Jahr 2002. Das Maximum wurde 2005 bei 130,3 Mrd. Franken erreicht. 2011 betrug sie 110,5 Mrd. Franken. Siehe EFD (2012).

der Überschreitung einer expliziten Grenze der Fehlbetrag innerhalb der folgenden drei Jahre beseitigt werden muss.

Mit der Schuldenbremse hat die Schweiz somit auf Bundesebene eine Regel, die den Anforderungen an eine „gute“ Fiskalregel entspricht. Die Stabilität widerspiegelt sich in der im internationalen Vergleich moderaten Staatsverschuldung. Sollte fiskalpolitischer Handlungsbedarf entstehen, wäre die Fiskalpolitik vollumfänglich handlungsfähig.

In der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Fiskalpolitik in der Schweiz in erster Linie auf die Wirkung der automatischen Stabilisatoren verlassen und sich mit diskretionären Stabilisierungsmassnahmen zurückgehalten. In Anbetracht der Schwere der Krise hat der Bundesrat dennoch – im Einklang mit den Vorgaben der Schuldenbremse – gezielte diskretionäre Massnahmen ausgelöst. Wie erwähnt erlaubt die Schuldenbremse aber auch Ausnahmen für gewisse ausserordentliche Ereignisse. Dank dieser Ausnahmeregelung war es 2008 möglich, die Eigenkapitalbasis der UBS temporär zu stärken, ohne dadurch die ordentliche Aufgabenerfüllung des Bundes zu gefährden.¹⁴

Es gibt einen weiteren Grund für die Zurückhaltung der diskretionären Fiskalpolitik. Der Effekt eines staatlichen Konjunkturprogramms ist in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz gering. Als Folge der hohen Importquote verpuffen Staatsausgaben zu einem grossen Teil im Ausland. Es wurde empirisch gezeigt, dass der Fiskalmultiplikator in kleinen, offenen Volkswirtschaften gleich null oder sogar negativ ist.¹⁵ Die Wirkung verringert sich zusätzlich, wenn der Schock nicht binnenwirtschaftlicher, sondern – wie bei der jüngsten Krise – externer Natur ist. Diese Krise hat die Grenzen einer diskretionären fiskalpolitischen Stabilisierung bestätigt. So konnten die Massnahmen, die vom Bund 2009 und 2010 getroffen wurden, nicht vollumfänglich zeitgerecht und zielgerichtet umgesetzt werden.¹⁶

Auch die Schweizer Geldpolitik hat einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Stabilität geleistet. Für sie bestehen ebenfalls Regeln, an die sie sich halten muss. So ist die Gewährleistung der Preisstabilität im Nationalbankgesetz verankert und wird im

¹⁴ Siehe EFD (2012). Der Bund beteiligte sich an der UBS mit 6 Mrd. Franken in Form von Wandelanleihen.

¹⁵ Siehe Ilzetzi et al. (2010).

¹⁶ Siehe SECO (2012).

geldpolitischen Konzept der SNB definiert, das seit 2000 umgesetzt wird (Grafik 8).¹⁷ Die SNB setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr gleich. Zudem ist die Unabhängigkeit in der Bundesverfassung verankert. Sie verpflichtet die SNB, sich von politischem Druck nicht beirren zu lassen. Als Gegenstück zur Unabhängigkeit unterliegt die SNB der Rechenschaftspflicht, indem sie Regierung und Öffentlichkeit regelmässig über die Geld- und Währungspolitik informieren muss. Die Geldpolitik verfügt demnach ebenfalls über „gute“ Regeln, was sich in einer hohen Stabilität äussert: Die Schweiz weist im internationalen Vergleich sehr tiefe Inflationsraten und ein niedriges Zinsniveau aus.

In der jüngsten Krise hat die Geldpolitik die Zinsen innert kurzer Zeit sehr stark gesenkt und die Liquidität ausgeweitet. Angesichts der starken und raschen Aufwertung des Frankens, mit der sich die Schweizer Wirtschaft im Sommer 2011 konfrontiert sah, hat die SNB einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festgelegt und dadurch zur Stabilisierung der Wirtschaft beigetragen. Die übermässige Frankenaufwertung ist ein monetäres Problem, weil sie deflationäre Risiken birgt. Somit ist sie ein Problem, um das sich die Geldpolitik kümmern muss. Der Mindestkurs hat in der breiten Öffentlichkeit und in der Politik Unterstützung gefunden. Er muss aber als Extremmassnahme verstanden werden. Er kann nicht sämtliche Probleme der Schweizer Wirtschaft lösen und birgt auch beträchtliche Risiken.¹⁸

Wir haben gesehen, dass sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik in der Schweiz sehr stabilitätsorientiert agieren. Die Schweizer Wirtschaftspolitik zeichnet sich durch „gute“ Regeln und eine Stabilitätskultur aus, die sich durch die hiesigen politischen Strukturen gegenseitig begünstigen. Die Schweiz konnte dank dieser Stabilitätskultur der Finanz- und Wirtschaftskrise mit soliden Finanzen und einer glaubwürdigen und wirksamen Geldpolitik entgegentreten. Die automatischen Stabilisatoren konnten voll wirken. Zudem liessen sich gezielte Massnahmen finanzieren, ohne dass es zu einem destabilisierenden Schuldenzuwachs kam. Die Geldpolitik hat mit der ganzen Breite ihres Instrumentariums massgeblich zur Stabilisierung der Wirtschaft und der Finanzmärkte beigetragen. Ihre hohe Glaubwürdigkeit war auch ausschlaggebend für die erfolgreiche Umsetzung der

¹⁷ Siehe Art. 99 BV und Art. 5 Abs. 1 NBG und SNB, 92. Geschäftsbericht, 1999.

¹⁸ Siehe Jordan (2012b).

ausserordentlichen Massnahmen. Ein Spannungsfeld zwischen Geld- und Fiskalpolitik, wie es zurzeit in anderen Ländern feststellbar ist, besteht in der Schweiz nicht.

Schlussfolgerungen

Wir haben gesehen, dass zwischen Geld- und Fiskalpolitik in „normalen“ Zeiten kein Zielkonflikt besteht, sondern Fiskalpolitik und Geldpolitik eng verwandte, übergeordnete Ziele verfolgen: Es sind dies die gesamtwirtschaftliche Stabilität, die Ausschöpfung der volkswirtschaftlichen Wachstumsmöglichkeiten und dadurch die Schaffung von Wohlstand.

Gesamtwirtschaftliche Stabilität bedingt – gerade mit Blick auf Krisenzeiten – eine nachhaltige Umsetzung beider Bereiche der Wirtschaftspolitik, das heisst Preisstabilität sowie ein Gleichgewicht zwischen Staatseinnahmen und -ausgaben. Dafür braucht es einerseits „gute“ Regeln und andererseits eine Stabilitätskultur.

In Krisensituationen – dies hat die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich aufgezeigt – kann es zu einem Spannungsfeld zwischen Geld- und Fiskalpolitik kommen. Wenn die Fiskalpolitik nicht mehr handlungsfähig ist, besteht die Gefahr, dass Politik, Wirtschaft und die Öffentlichkeit erwarten, dass die Geldpolitik für alle Probleme eine Lösung bereithält.

In der Schweiz – wo „gute“ Regeln und eine starke Stabilitätskultur bestehen – gibt es heute kein Spannungsfeld. Aber auch wenn unser Land relativ gut dasteht, haben wir keinen Grund, uns auf den Lorbeeren auszuruhen. Stabilitätsorientierte Fiskal- und Geldpolitik müssen dauernd gepflegt werden, damit sie auch bei neuen Herausforderungen Bestand haben.

Eine der grössten Herausforderungen für die Fiskalpolitik ist der demographische Wandel, der die Staatsfinanzen in Zukunft stark belasten wird. Die Berechnungen zeigen eindeutig, dass die altersbedingten Kosten bei unveränderter Politik rasch anwachsen werden. Diese Probleme können nicht mit Fiskalregeln wie der Schuldenbremse gelöst werden. Sie benötigen tiefgreifende strukturelle Reformen bei den Sozialversicherungen.

Auch den Zentralbanken stehen grosse Herausforderungen bevor. In den letzten Jahren haben diese weltweit Neuland betreten. Sie haben die Zinsen praktisch auf null gesenkt, das Finanzsystem grosszügig mit Liquidität versorgt und unkonventionelle geldpolitische Massnahmen ergriffen. Diese Massnahmen beinhalten verschiedene Risiken, wobei die

Inflation am häufigsten genannt wird. Lassen Sie mich mein Referat mit ein paar Bemerkungen dazu abschliessen: Für die kurze und mittlere Frist sind keine Inflationstendenzen auszumachen. Weltweit deuten die stabilen Inflationserwartungen sowie die Unterauslastung der Kapazitäten auf keinen Inflationsdruck hin. Gemäss der Inflationsprognose der SNB ist die Preisstabilität in der Schweiz in den nächsten Jahren nicht gefährdet. Bei Abklingen der Krise sind die Zentralbanken jedoch gefordert, die Geldpolitik rechtzeitig zu normalisieren und die Liquidität wieder zurückzunehmen. Das Mandat der SNB besteht darin, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Wir werden auch in Zukunft alles daran setzen, dieses Mandat zu erfüllen.

Literatur

Alesina, Alberto und Lawrence H. Summers, 1993. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking* 25(2): 151-62.

Barro, Robert J. und David B. Gordon, 1983. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12(1): 101-121.

Bernholz, Peter, 2003. *Monetary Regimes and Inflation – History, Economics and Political Relationships*. Edward Cheltenham: Elgar Publishing.

Budina, Nina, Tidiane Kinda, Andrea Schaechter und Anke Weber, 2012. Fiscal Rules at a Glance: Country Details from a New Dataset. IMF Working Paper 12/273.

EFD, 2012. Die Schuldenbremse – eine Erfolgsgeschichte.
<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/00737/00782/02006/index.html?lang=de> (20. November 2012).

Feld, Lars P. und Kirchgässner, Gebhard, 2008. On the Effectiveness of Debt Brakes: The Swiss Experience. In: Sturm, J. E. und R. Neck (Hrsg.): *Sustainability of Public Debt*. Cambridge, USA: MIT Press.

Friedman, M., 1948. A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability. *American Economic Review*, 38(3): 245–264.

Ilzetzki, Ethan, Enrique G. Mendoza und Carlos A. Végh, 2010. How Big (Small?) are Fiscal Multipliers?
NBER Working Papers 16479.

IWF, 2008. World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns, and Recoveries, Oktober 2012.

Jordan, Thomas J., 2011. Auswirkungen der Staatsverschuldung auf die Unabhängigkeit der Geldpolitik. 21. Internationales Europa Forum Luzern. Luzern, 8. November 2011.

Jordan, Thomas J., 2012(a). Kein Ende der Schuldenwirtschaft ohne Stabilitätskultur. NZZ Podium. Zürich, 28. Februar 2012.

Jordan, Thomas J., 2012(b). Referat an der Generalversammlung der Aktionäre der SNB. Bern, 27. April 2012.

Klomp, Jeroen und Jakob de Haan, 2010. Inflation and Central Bank Independence: A Meta-Regression Analysis. *Journal of Economic Surveys* 24: 593-621.

Kydland, Finn E. und Edward C. Prescott, 1977. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85(3): 473-91.

Poterba, James M., 1994. State Responses to Fiscal Crises: The Effects of Budgetary Institutions and Politics. *Journal of Political Economy* 102(4): 799-821.

SECO, 2012. Evaluation der Stabilisierungsmassnahmen 2008-2010. *Die Volkswirtschaft* 5-2012.

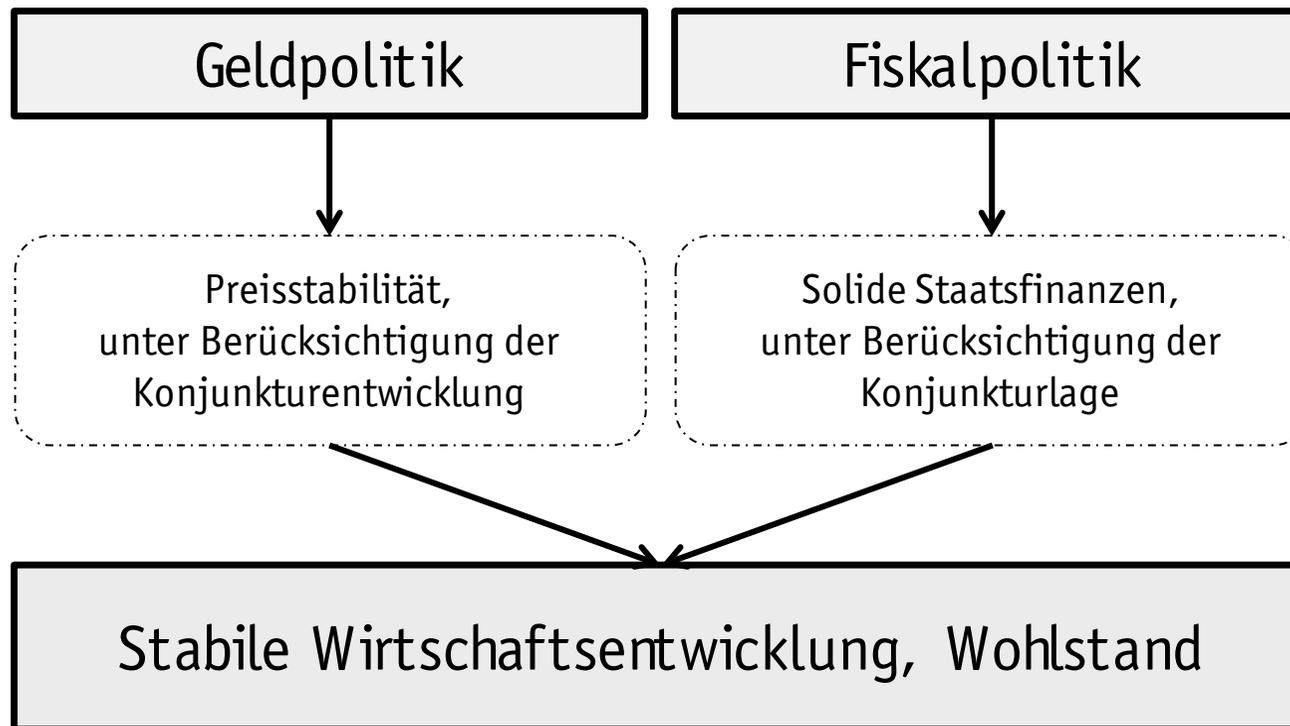
Summers, Lawrence H. 2007. The State of the US Economy. Presentation at Brookings Institution Forum on December 19, 2007.

Fiskal- und Geldpolitik im Spannungsfeld stabilitätsorientierter Wirtschaftspolitik

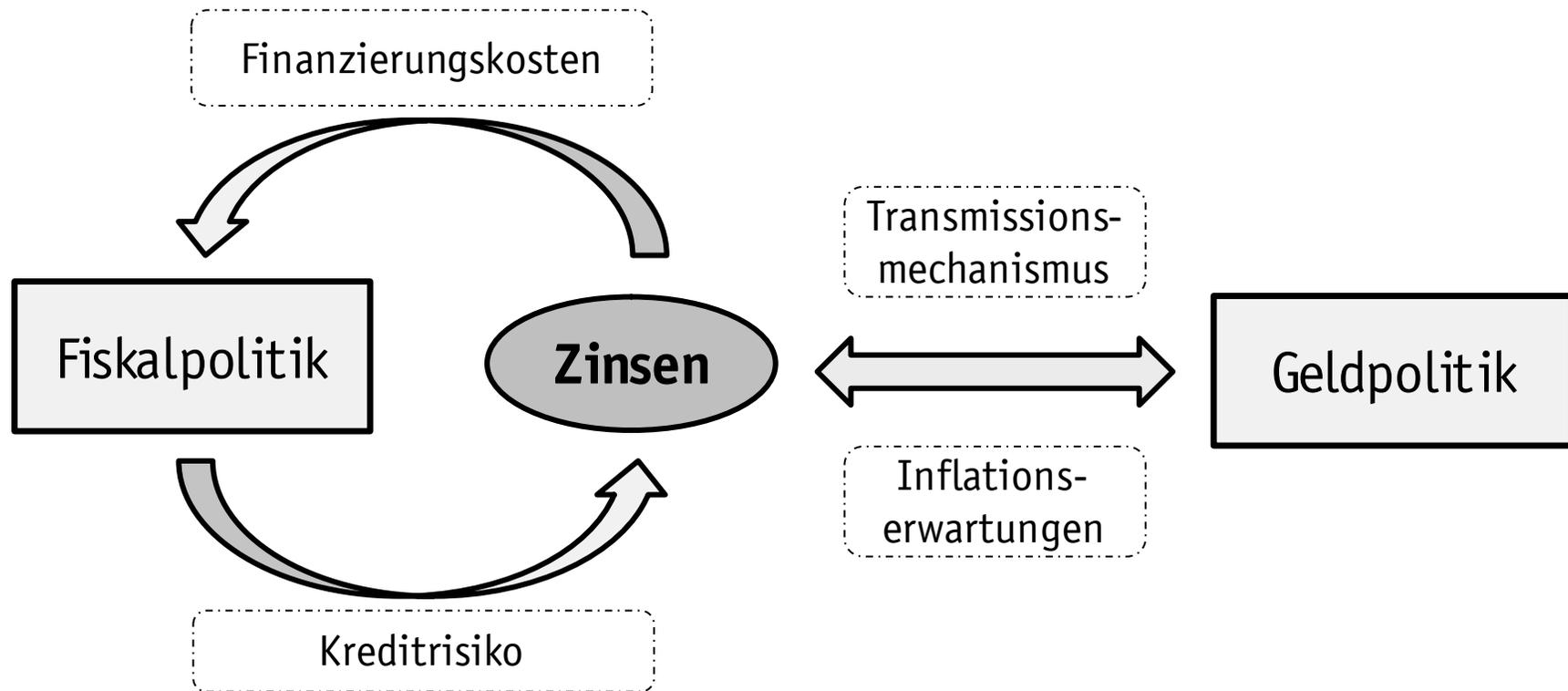
Fritz Zurbrügg
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Universität Luzern
Luzern, 21. November 2012

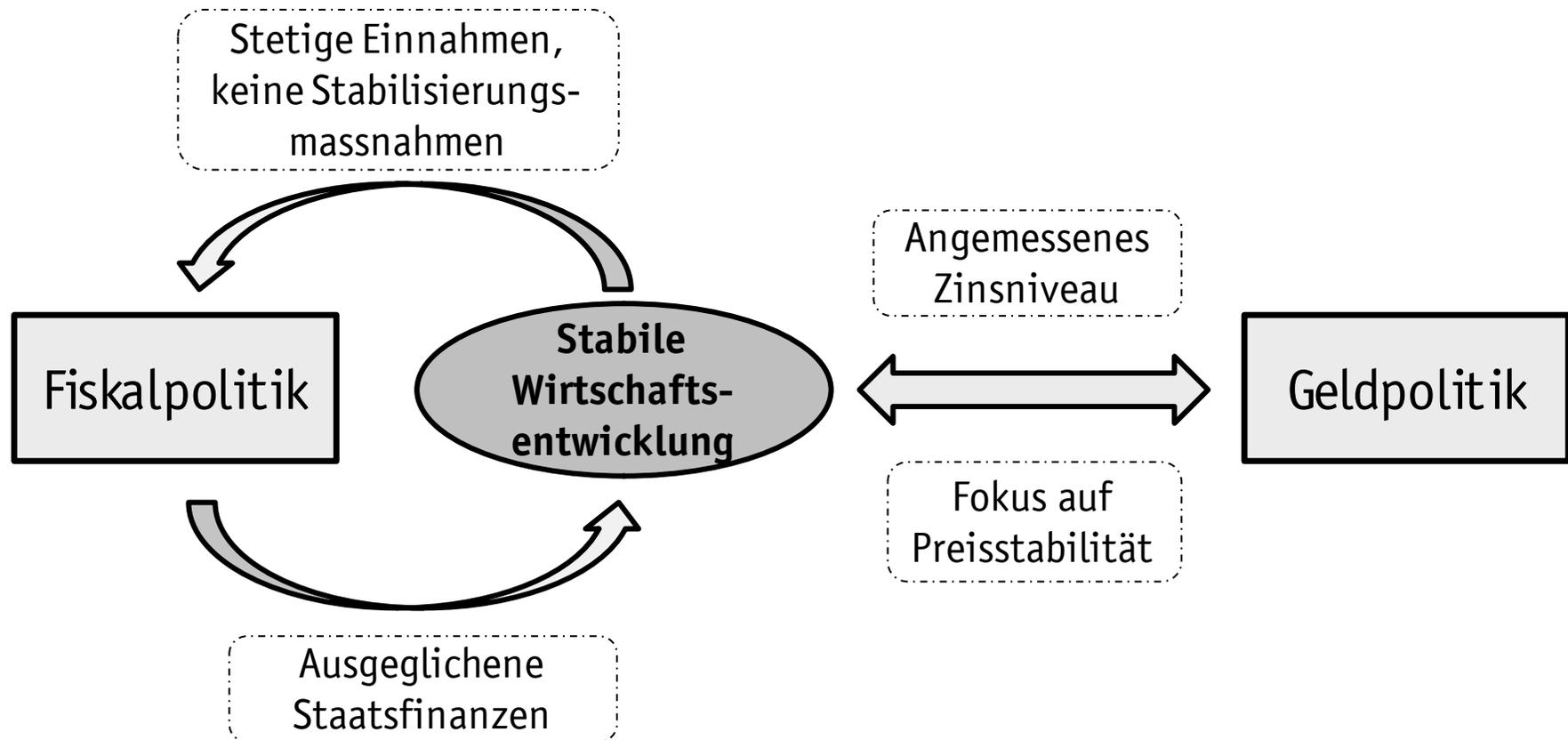
Ziele der Fiskal- und Geldpolitik



Gegenseitige Abhängigkeit: Finanzmarkt

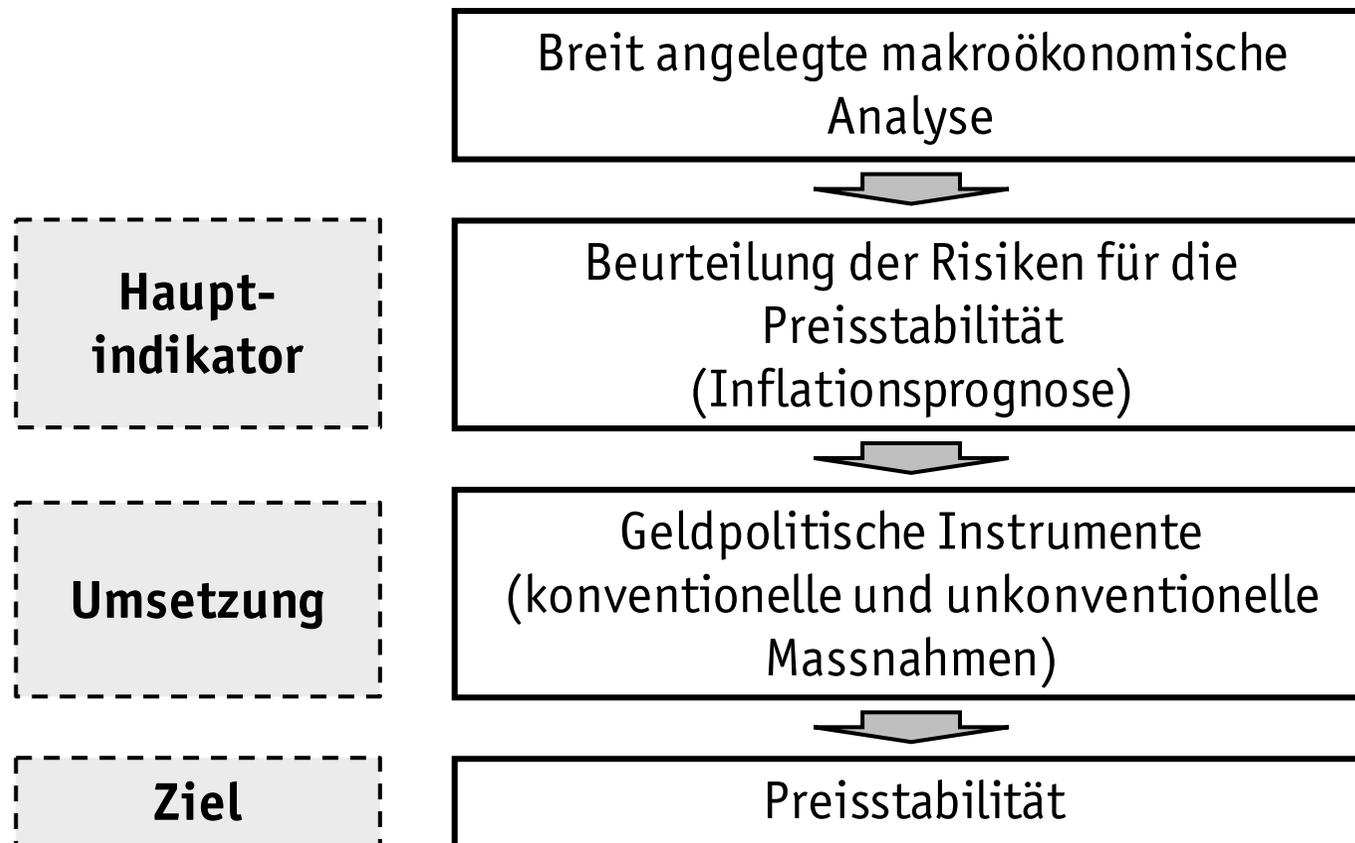


Gegenseitige Abhängigkeit: Realwirtschaft

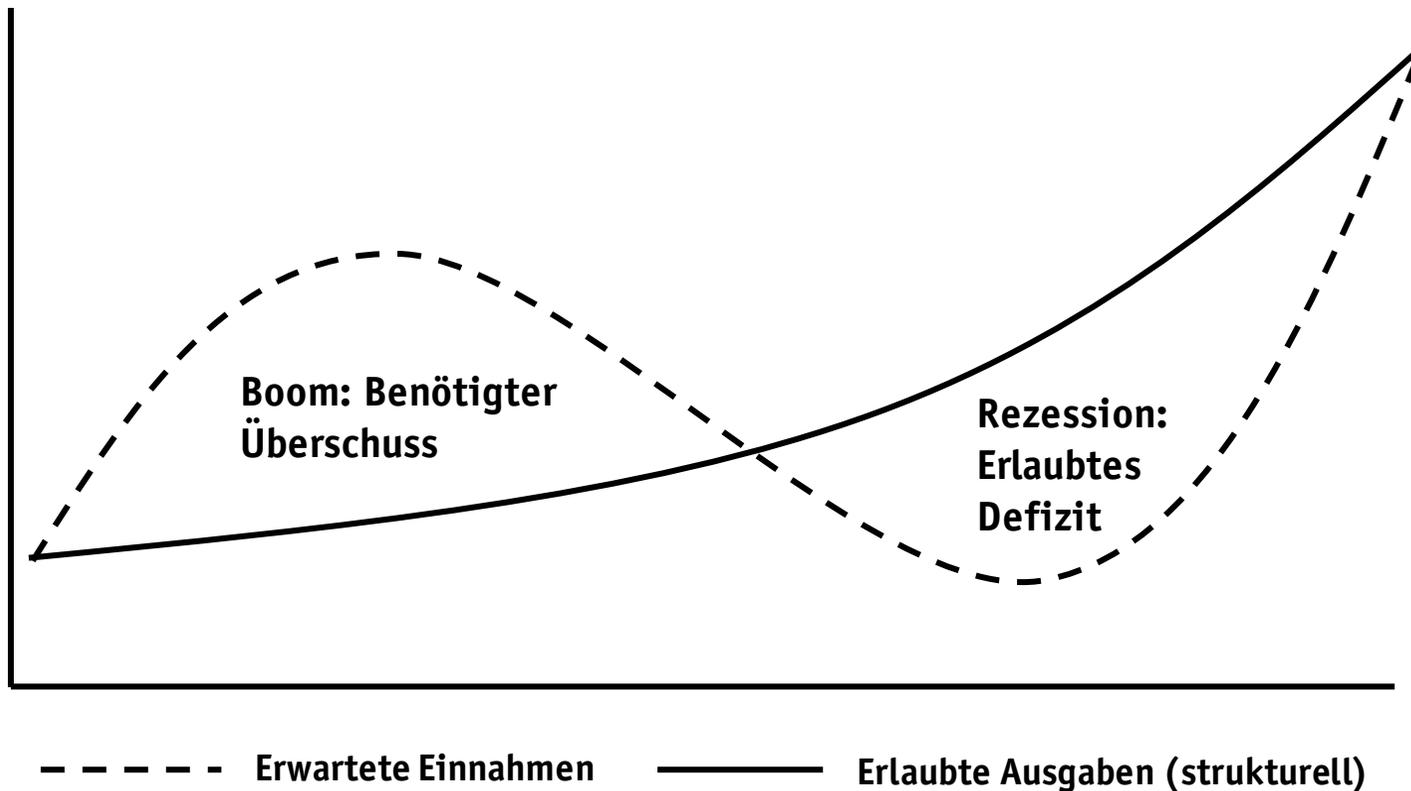




Regelbasierte Geldpolitik

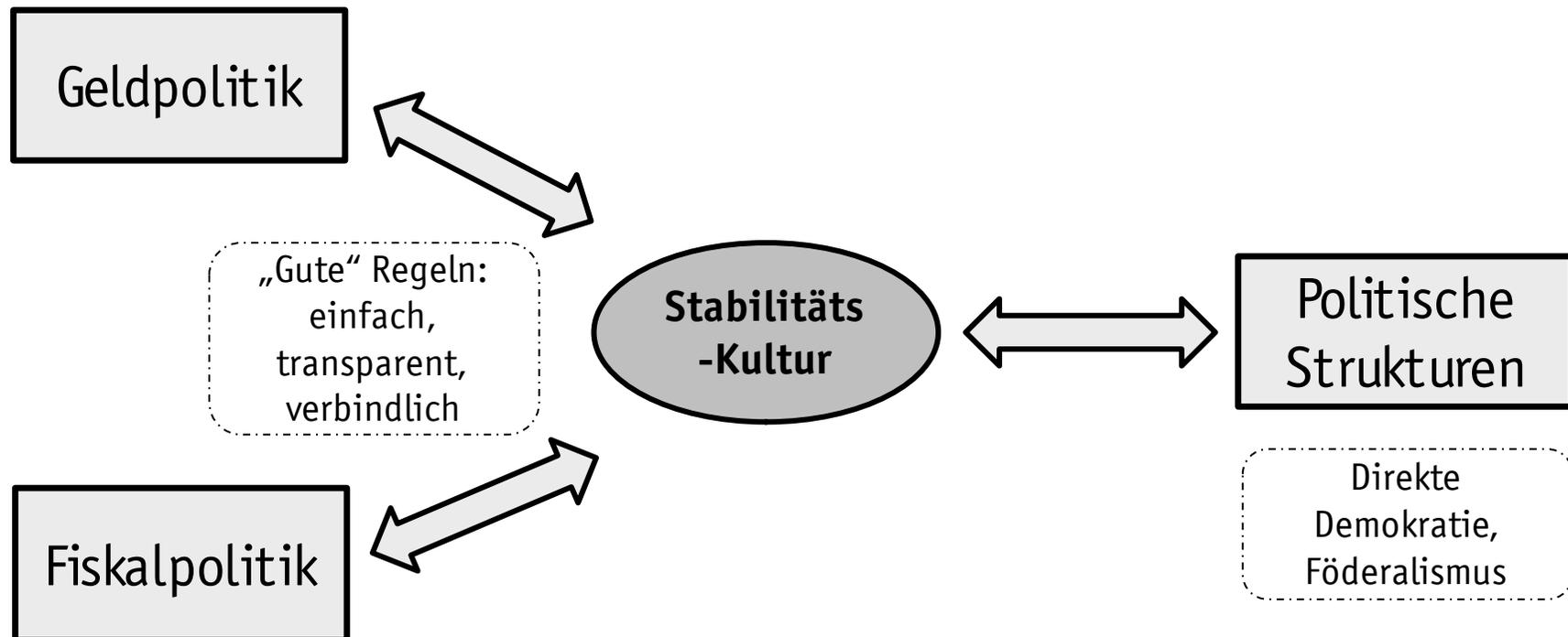


Regeln der Fiskalpolitik



Quelle: Basierend auf Geier (2011)

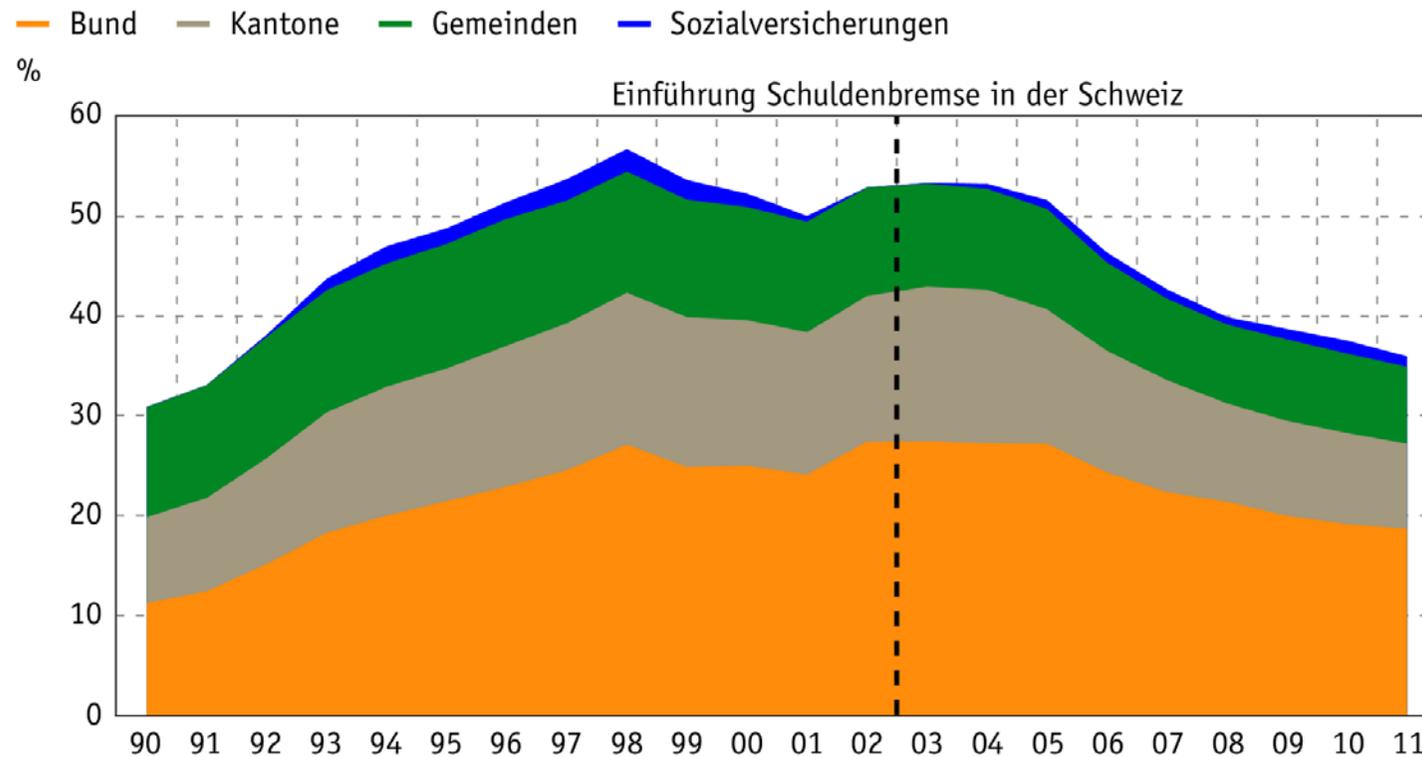
Stabilitätskultur





Schuldenbremse in der Schweiz

Staatsschulden in % des BIP



Quelle: Eidg. Finanzverwaltung



Preisstabilität in der Schweiz

Konsumentenpreisindex

Veränderung zum Vorjahr

— Inflation — Definition von Preisstabilität



Quelle: SNB - Monetary Information Online