

Embargo: 8. November 2011, 10.40 Uhr

Auswirkungen der Staatsverschuldung auf die Unabhängigkeit der Geldpolitik

Thomas J. Jordan*

Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

21. Internationales Europa Forum Luzern

Wege aus der Schuldenkrise – Herausforderungen und Perspektiven für Europa
und die Schweiz

Luzern, 8. November 2011

*Der Referent dankt Enzo Rossi für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Zudem dankt er Claudia Strub, Till Ebner und Peter Kuster für wertvolle Kommentare.

1. Interesse der Zentralbanken an der Staatsverschuldung

Eine Reihe von Ländern hat in den letzten Jahren als Reaktion auf die Finanzkrise die Konjunktur und das notleidende Bankensystem mit öffentlichen Mitteln unterstützt. Der Anstieg der Verschuldung, der oft von einem bereits hohen Schuldenniveau aus erfolgte, war massiv. So lag die kumulierte öffentliche Verschuldung in Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP) in den entwickelten Ländern 2010 höher als während des Ersten Weltkriegs oder der Depression der 1930er-Jahre.¹ Seit Monaten dominiert das Problem einer übermässigen Staatsverschuldung die wirtschaftspolitischen Schlagzeilen. Spätestens seit Griechenland – einem Staat der Eurozone – der Bankrott oder ein substanzieller Schuldenschnitt zu drohen begann, ist das öffentliche Bewusstsein für die Konsequenzen einer unhaltbaren Haushaltspolitik stark gewachsen. Budgetäre Ungleichgewichte müssen zwangsläufig korrigiert werden, und der hohe Schuldenstand erfordert für die betroffene Bevölkerung sehr schmerzhaftes Haushaltsanpassungen. Die Staatsverschuldung ist international zur wohl grössten wirtschaftspolitischen Herausforderung unserer Zeit geworden.

Aus dem Ruder laufende öffentliche Finanzen stellen aber auch für die Geldpolitik und die Zentralbanken eine ernstzunehmende Gefahr dar. Dies scheint auf den ersten Blick nicht offensichtlich, gilt doch in vielen Ländern seit längerem eine strikte Aufgabenteilung zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik. Für die Geldpolitik ist allein die Zentralbank, und für die Fiskalpolitik sind allein Regierung und Parlament verantwortlich. Man könnte daher meinen, dass die Verschlechterung der Fiskalsituation die Zentralbanken nicht berührt. Diese Vorstellung ist jedoch grundlegend falsch. Die Geldpolitik kann langfristig nur dann erfolgreich sein, wenn die Staatsfinanzen gesund sind. Der Gouverneur der Bank of England Mervyn King fasste diesen Sachverhalt vor längerer Zeit folgendermassen zusammen:² «Central banks are often accused of being obsessed with inflation. This is untrue. If they are obsessed with anything, it is with fiscal policy.»

Es ist unklar, ob diese Obsession in den Jahren vor der Finanzkrise nachgelassen hatte. Jedenfalls gelang es auch den Vertretern der Zentralbanken in verschiedenen Ländern nicht, die Regierungen und Parlamente von der Bedeutung einer nachhaltigen Verschuldungssituation zu überzeugen. Die gegenwärtige Finanzkrise zeigt aber mit aller

¹ Vgl. Reinhart und Rogoff (2011).

² Vgl. King (1995, S. 171).

Deutlichkeit, welche Gefahr von einer übermässigen Verschuldung auf die Geldpolitik ausgeht oder potenziell ausgehen kann.

In meinen Ausführungen gehe ich zunächst kurz auf die Aufgaben der Geld- und der Fiskalpolitik ein. Dann diskutiere ich die Auswirkungen einer nicht tragbaren Verschuldung auf die Geldpolitik. Anschliessend beschreibe ich die aktuelle Situation in der Schweiz und ziehe einige Schlussfolgerungen.

2. Kernelemente guter Wirtschaftspolitik

Was kennzeichnet eine gute Geldpolitik? Gemäss einem weitverbreiteten Konsens ist die Gewährleistung der Preisstabilität die zentrale Aufgabe der Geldpolitik. Im Rahmen dieses übergeordneten Ziels soll die Geldpolitik zu einer ausgeglichenen Entwicklung der Konjunktur beitragen. Eine wichtige Aufgabe besteht zudem darin, in Krisenzeiten den Geldmarkt mit genügend Liquidität aufrechtzuerhalten und als Kreditgeber in letzter Instanz (Lender of Last Resort) für illiquide, aber solvente Banken zu fungieren. Als Folge der jüngsten Finanzkrise scheint zusehends auch Einigkeit darüber zu bestehen, dass die Geldpolitik zusätzlich versuchen soll, Kreditblasen in einem frühen Stadium im Keime zu ersticken.³ Nicht kompatibel mit guter Geldpolitik wäre es dagegen, systematisch ein Wirtschaftswachstum oberhalb des Potenzials anzustreben. Und mit guter Geldpolitik ebenso wenig vereinbar ist es, diese auf die Finanzierung des Staates auszurichten. Beides würde längerfristig zu hoher Inflation führen.

Gute Fiskalpolitik zeichnet sich aus durch einen effizienten Ressourceneinsatz und einen massvollen Verschuldungsgrad. Dies setzt ein ausgeglichenes Budget über den Konjunkturzyklus voraus, während automatische Stabilisatoren, wie z.B. die Arbeitslosenversicherung, den Umfang staatlicher Einnahmen und Ausgaben so steuern, dass die Schwankungen des Konjunkturverlaufs gedämpft werden. Das trägt zur Stabilisierung der Gesamtwirtschaft bei. Sogar grössere Zunahmen der Staatsschuld können in bestimmten Fällen sinnvoll sein. Sie erlauben nämlich in Krisensituationen, vorübergehende, ausserordentliche Staatsausgaben mit Anleihen statt mit einer Anhebung der Steuern zu finanzieren. Wichtig ist, dass die Staatsverschuldung nicht dauerhaft zunimmt, sondern sich

³ Vgl. Bernanke (2011).

über die Zeit allmählich wieder zurückbildet und auf einem Niveau einpendelt, das vor dem Ausgabenschock herrschte.

Gute Fiskalpolitik schlägt sich in einer hohen Bonität der Staatsanleihen nieder, was die Refinanzierungskosten für den Staat tief hält. Im Finanzsystem spielen Staatsanleihen mit hoher Bonität eine nicht wegzudenkende Rolle: Sie bieten im Normalfall risikolose Anlagemöglichkeiten, ihre Verzinsung bildet einen Referenzpunkt für den Kapitalmarkt, und sie können von Banken als Sicherheiten eingesetzt werden, um sich am Markt oder bei der Zentralbank zu refinanzieren.

Gute Fiskalpolitik und gute Geldpolitik führen im Weiteren dazu, dass die Verantwortlichen für die beiden Bereiche der Wirtschaftspolitik ihre Entscheidungen weitgehend unabhängig voneinander treffen können.

3. Implikationen nicht tragbarer Verschuldung für die Geldpolitik

Während es in bestimmten Situationen durchaus gute Gründe für einen vorübergehenden Anstieg der Staatsschulden geben kann, bringt eine permanente Erhöhung eine ganze Reihe schwerwiegender gesamtwirtschaftlicher Nachteile mit sich, die auch die Geldpolitik betreffen. Unsolide Staatsfinanzen haben grundsätzlich drei negative Implikationen für die Geldpolitik und damit für die langfristige Preisstabilität.

Erstens kann eine nicht nachhaltige Fiskalpolitik das Potenzial des BIP-Wachstums langfristig senken. Steigt die Kapitalnachfrage des Staates, erhöhen sich die Zinsen,⁴ was private Investitionen verringert und das künftige Wachstum des BIP reduziert.⁵ Der negative Zusammenhang zwischen Staatsschulden und Wirtschaftswachstum ist empirisch bestätigt.⁶ Besonders aufschlussreich ist der Befund von Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff.⁷ Sie stellen fest, dass bei einer Schuldenquote (Verhältnis zwischen Staatsschulden und BIP) von über 90% das Wirtschaftswachstum in den entwickelten Ländern in der Vergangenheit deutlich tiefer ausfiel als bei geringeren Schuldenquoten. Entwickelte Länder, welche die

⁴ Vgl. Laubach (2009).

⁵ Ein höherer Realzins kann auch zu einer Aufwertung der Währung führen und die Exporte von Gütern und Diensten belasten. Eine erhöhte Kreditnachfrage des Staates kann zudem die Kapitalexperte und damit die Zinseinnahmen auf dem Auslandvermögen verringern, so dass die Wohlfahrt sinkt. Bei Kapitalimport und entsprechenden Zinszahlungen vergrößert sich der Wohlfahrtsverlust.

⁶ Vgl. Kumar und Woo (2010), Cecchetti, Mohanti und Zampolli (2011).

⁷ Vgl. Reinhart und Rogoff (2010).

gegenwärtige Finanzkrise am stärksten spüren, wiesen Ende 2010 tatsächlich eine Schuldenquote von nahezu 90% auf.⁸

Welches sind die Konsequenzen einer Senkung des Wachstumspfades für die Geldpolitik? Einerseits besteht die Gefahr, dass die Zentralbank die Abschwächung des Potenzialwachstums nicht rechtzeitig erkennt. Wenn die Zentralbank das Potenzialwachstum überschätzt, wird ihre Politik zu lange zu expansiv sein und schliesslich destabilisierend wirken. Andererseits kann die Zentralbank – auch wenn sie die Abschwächung des Potenzials erkennt – unter Druck geraten, durch eine expansive Geldpolitik kurzfristig Wachstum zu erzeugen. Wenn die Wirtschaft lahmt, wird der Ruf nach Konjunkturstabilisierung und Konjunkturstimulierung erschallen, unabhängig von den Gründen für die Schwäche. Besonders gefährlich ist es für die Geldpolitik, wenn sie bei einer strukturellen Verlangsamung die Wirtschaft über längere Zeit stimuliert. Die Folgen können gravierend sein. Die Geldpolitik wird in Bezug auf die Preisstabilität unglaubwürdig, und die Inflationserwartungen steigen. Längerfristig verschlechtert sich die gesamtwirtschaftliche Lage: Während das Potenzialwachstum gesunken ist, pendelt sich die Inflation auf einem höheren Niveau ein, und die nötigen Anpassungen in der Realwirtschaft erfolgen nur langsam.

Eine zweite Implikation nicht nachhaltiger Fiskalpolitik für die Geldpolitik ist, dass der Staat kaum mehr in der Lage ist, seine Aufgaben in Krisensituationen wahrzunehmen, wenn seine Verschuldung bereits sehr hoch ist. Die Unfähigkeit oder der Unwille von Regierungen in Krisensituationen überzeugende Massnahmen zu ergreifen, drängt die Zentralbanken zum Handeln, auch wenn sie nicht die primär zuständigen Behörden sind. Kommt eine Zentralbank zum Schluss, dass eine Depression nicht ausgeschlossen werden kann, wenn sie nicht eingreift, kann sie faktisch gezwungen werden, Massnahmen mit teilweise quasi-fiskalischer Natur zu ergreifen, so dass sich die Grenzen zwischen Fiskal- und Geldpolitik verwischen. In der jüngsten Finanzkrise mussten beispielsweise Zentralbanken weitreichende Eingriffe zur Rettung eines gefährdeten Bankensystems vornehmen, die über die übliche Lender-of-Last-Resort-Funktion hinausgingen. Neben der direkten Unterstützung von einzelnen Banken gehört die extreme Lockerung der Regeln für die Hinterlegung von Wertpapieren bei Repogeschäften mit der Zentralbank dazu. Ausserdem griffen die

⁸ Vgl. Reinhart und Rogoff (2011).

Zentralbanken direkt in bestimmte Segmente des Finanzmarktes ein, um die Zinsen zu reduzieren und eine Kreditknappheit zu verhindern. Alle diese Massnahmen erhöhten die Risiken in den Bilanzen der Zentralbanken in einem noch nie dagewesenen Umfang. Sie werden grösser, je länger die Geldpolitik im Krisenmodus operieren muss.

Eine dritte Implikation hoher Staatsverschuldung ist, dass politischer Druck auf die Zentralbank ausgeübt wird, sie solle zur Erleichterung der Finanzierung des Staates beitragen. Dies beginnt mit dem Wunsch, die Zinsen für Staatsanleihen tief zu halten oder zu senken und endet im schlimmsten Fall mit der direkten Finanzierung des Staates durch die Zentralbank.⁹ Lassen Sie mich diesen wichtigen Zusammenhang etwas detaillierter beschreiben: Eine hohe Staatsverschuldung kann, wie geschildert über den Verdrängungseffekt, den realen Zinssatz erhöhen und das reale Wirtschaftswachstum verringern. Beides erschwert – über einen kostspieligeren Schuldendienst und tiefere Steuereinnahmen sowie höhere Sozialausgaben – den Ausgleich des Staatshaushalts. Es kann ein Teufelskreis entstehen: Anleger fürchten sich bei einer andauernden Zunahme der Staatsverschuldung vor einem Zahlungsausfall und verlangen höhere Risikoprämien auf den Staatsanleihen. Der Realzinsanstieg erhöht die finanzielle Belastung für den öffentlichen und für den privaten Sektor und wirkt sich negativ auf das Wirtschaftswachstum aus. Dieser Prozess kann sich nicht unendlich fortsetzen; eine fiskalische Konsolidierung ist unausweichlich, um den Staatsbankrott zu verhindern. Je angespannter die Finanzsituation bereits ist, desto schwerer fällt es aus politischen Gründen, die Ausgaben zu kürzen und/oder die Steuern zu erhöhen. In diesem Fall besteht das Risiko, dass der Staat direkt und indirekt auf die Einnahmen aus der «Notenpresse» zurückgreifen möchte. Kann er dies, kommt es zur Monetisierung der Staatsschulden und damit zur Inflation.

Auf diese Problematik hat der diesjährige Nobelpreisträger Thomas Sargent zusammen mit Neil Wallace vor dreissig Jahren explizit hingewiesen.¹⁰ Doch wurden solche Bedenken in den letzten Jahren eher als akademische Gedankenspielereien denn als eine reale Gefahr für die Geldpolitik betrachtet. Wie die internationale Staatsschulden- und Vertrauenskrise zeigt, hat die in der Literatur schon lange bekannte Problematik der Monetisierung jedoch deutlich an praktischer Relevanz gewonnen.

⁹ Vgl. Reinhart und Sbrancia (2011).

¹⁰ Vgl. Sargent und Wallace (1981).

4. Bedeutung und drohender Verlust der Unabhängigkeit

Den negativen Auswirkungen einer übermässigen Staatsverschuldung auf die Geldpolitik kann dadurch begegnet werden, dass Zentralbanken mit einem möglichst hohen Grad an Unabhängigkeit ausgestattet werden. Die Unabhängigkeit der Zentralbanken ist eine der wichtigsten Errungenschaften der modernen Wirtschaftspolitik. Kaum ein anderes ökonomisches Forschungsergebnis hat die wirtschaftspolitische Praxis so stark geprägt wie dasjenige, dass unabhängige monetäre Behörden bessere geldpolitische Ergebnisse erzielen als weisungsabhängige Behörden.¹¹ Unabhängigkeit schützt die Zentralbank davor, eine Geldpolitik zu führen, die im Widerspruch zu ihrem Mandat steht. Insbesondere kann sie sich politischem Druck widersetzen, mit einer expansiven Geldpolitik das BIP-Wachstum (vorübergehend) auf Kosten der Preisstabilität erhöhen oder den Staatshaushalt «mit der Notenpresse» finanzieren zu müssen.¹² Da eine unabhängige Notenbank sich glaubwürdig dazu verpflichten kann, ihre geldpolitischen Entscheidungen frei von den finanziellen Interessen des Staates zu treffen, kann sie ausserdem eine mässigende Wirkung auf die Fiskalpolitik ausüben. Es besteht ein Konsens, dass Unabhängigkeit eine notwendige Bedingung für gute Geldpolitik ist. Diese Erkenntnis hat in den vergangenen drei Jahrzehnten weltweit zu einer Stärkung der Unabhängigkeit der Zentralbanken geführt.¹³

In den entwickelten Volkswirtschaften scheint es in den letzten Jahrzehnten tatsächlich keine Beziehung zwischen der Höhe der Staatsschulden und der Inflation gegeben zu haben.¹⁴ In den weniger entwickelten Ländern, wo die Zentralbanken weniger gut gegen politischen Einfluss geschützt sein dürften, konnte dagegen ein deutlicher Einfluss des Staatshaushalts auf die Höhe der Inflation nachgewiesen werden.¹⁵ Aus diesen Beobachtungen wurde oft der Schluss gezogen, eine unabhängige Zentralbank sei eine hinreichende Garantin für eine gute Geldpolitik und für Preisstabilität.¹⁶

¹¹ Empirische Studien belegen, dass unabhängige Zentralbanken tiefere Inflationsraten erzielen und dass dies nicht auf Kosten des Wirtschaftswachstums geht. Vgl. z.B. Klomp und de Haan (2010).

¹² Zum Wesen und den Grenzen der Unabhängigkeit der Nationalbank vgl. Hildebrand (2011).

¹³ Vgl. Waller (2011).

¹⁴ Vgl. Sill (2005), Bassetto und Butters (2010).

¹⁵ Vgl. Catão und Terrones (2005), Sill (2005), Reinhart und Rogoff (2010).

¹⁶ Vgl. Yellen (2010). Es gibt ein Gegenargument gegen diese traditionelle Sicht. Deren Befürworter weisen darauf hin, dass Inflation nicht notwendigerweise ein monetäres Phänomen sei; die Fiskalpolitik kann die Preisentwicklung massgeblich beeinflussen, und zwar selbst bei unabhängiger Geldpolitik. Vgl. Leeper (1991), Woodford (2001), Cochrane (2011), Sims (2011). Diese Theorie ist stark umstritten.

Diese Schlussfolgerung ist meiner Meinung nach verfrüht und naiv. Hat sich der Staat einmal so stark verschuldet, dass er nicht mehr handlungsfähig ist, nimmt der Druck auf die Zentralbank stark zu, und es kommt zu einem schleichenden Verlust ihrer Unabhängigkeit. Bereits die Möglichkeit, dass geldpolitische Entscheidungen politisiert werden könnten, reicht aus, um Zweifel an der Unabhängigkeit der Zentralbank und an ihrer Glaubwürdigkeit für die Aufrechterhaltung der Preisstabilität entstehen zu lassen. Sind solche Gedanken reine Theorie? Mitnichten! Verschiedentlich mussten Zentralbanken in der Vergangenheit und in der gegenwärtigen Finanzkrise – trotz ihrer rechtlichen Unabhängigkeit – entweder auf politischen Druck oder aufgrund einer Güterabwägung zur Erleichterung der Staatsfinanzierung beitragen oder quasi-fiskalpolitische Massnahmen ergreifen.¹⁷

Mit steigendem fiskalischen Druck droht im Extremfall sogar die explizite Aufhebung der formellen Unabhängigkeit der Notenbank. Insbesondere in Krisenzeiten wächst diese Gefahr.¹⁸ Wenn einer Zentralbank die Unabhängigkeit gewährt wird, ist das grundsätzlich ein politischer Akt und kein unumstössliches Naturgesetz. Die Präferenzen in der Gesellschaft können sich infolge hoher Staatsschulden ändern. Vor die Wahl gestellt, entweder die Steuern massiv anzuheben, einen Zahlungsausfall zu erklären oder die Schulden über die Inflation real zu entwerten, könnte sich der Gesetzgeber für die Inflationslösung entscheiden. Dies ist dann der Fall, wenn die Inflation als die am einfachsten durchsetzbare Variante erscheint. Bereits John Maynard Keynes in den 1920er-Jahren und Colin Clark in den 1940er-Jahren haben beschrieben, wie traditionell antiinflationäre Kräfte in der Gesellschaft einer Inflationslösung zustimmen können, um die reale Schuldenlast zu verringern.¹⁹

Meine bisherigen Ausführungen können folgendermassen zusammengefasst werden: Eine Zentralbank muss ihre Geldpolitik frei von fiskalischen Zwängen führen können. Die rechtliche Garantie ihrer Unabhängigkeit trägt wesentlich dazu bei. Eine übermässige Staatsverschuldung kann jedoch zu einem schleichenden und schliesslich zu einem expliziten Verlust der Unabhängigkeit führen. Die Folgen für die Preisstabilität und die

¹⁷ Vgl. Mishkin (2009), Hoenig (2010) und Plosser (2010).

¹⁸ Vgl. Plosser (2010) und Waller (2011).

¹⁹ Vgl. Dornbusch (1998).

Risiken für die Zentralbanken können langfristig dramatisch sein.²⁰ Wie präsentiert sich im Licht dieser Ausführungen die Lage in der Schweiz?

5. Die gegenwärtige Situation in der Schweiz

In der Schweiz besteht seit jeher ein Konsens über die Vorzüge einer unabhängigen geldpolitischen Behörde. Seit Anfang 2000 ist die Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) sogar auf Verfassungsebene geschützt (Art. 99 Abs. 2 BV). Änderungen der Bundesverfassung sind zwar jederzeit möglich, aber wegen der Bedingung des doppelten Mehr (Volks- und Ständemehr) erschwert. Ausfluss der Unabhängigkeit der Notenbank ist unter anderem das im Nationalbankgesetz festgelegte Verbot der Kreditgewährung an den Bund und der Übernahme seiner Emissionen am Primärmarkt (Art 11 Abs. 2 NBG). Zur Unabhängigkeit gehört auch, dass die Ausschüttungen der Nationalbank an Bund und Kantone nicht als Anspruch für die Finanzierung des Staatssektors betrachtet werden. Sie sind vielmehr nur das Nebenergebnis einer auf die Wahrung der Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik. Dies bedeutet, dass es keine Garantie für Ausschüttungen durch die SNB gibt. Diese darf Gewinne nur dann ausschütten, wenn sie über entsprechende Ausschüttungsreserven verfügt. Stehen diese nicht zur Verfügung, muss die SNB bei den Ausschüttungen Kürzungen vornehmen oder gänzlich darauf verzichten. Uns ist bewusst, dass die Folgen von Kürzungen für die öffentlichen Haushalte schmerzhaft sein können. Gerade deshalb ist es für die Nationalbank so wichtig, dass die öffentlichen Finanzen im Lot sind. Je solider die Staatsfinanzen sind, desto besser können Bund und Kantone solche Einbussen verkraften und desto grösser ist auch das Verständnis der Politik für die Priorität des geldpolitischen Auftrags.

Die Schweiz ist zudem ein Land mit einer massvollen öffentlichen Verschuldung. Die Situation war aber nicht immer stabil. In den 1990er-Jahren stieg die Schuldenquote rasant an. Um diesen Trend zu brechen, wurde eine Schuldenbremse auf Bundesebene eingeführt. In den letzten Jahren hat sich die Schuldenquote dank Budgetüberschüssen kontinuierlich zurückgebildet. Dazu beigetragen hat, dass die Schuldenbremse dank der sehr hohen Zustimmung in der Volksabstimmung von Anfang an eine hohe Glaubwürdigkeit und Akzeptanz genoss. Die Schuldenbremse ist für die Geldpolitik ungemein wichtig, denn sie

²⁰ Vgl. Hoenig (2010), Plosser (2010), Reinhart und Rogoff (2008a,b).

trägt zum Schutz der Unabhängigkeit der Geldpolitik bei. Dies dürfte teilweise auch ihre wachsende Beliebtheit im Ausland erklären.²¹

Wie die jüngste Erfahrung zeigt, kann nicht nur der Zustand der öffentlichen Finanzen im Inland, sondern auch derjenige im Ausland eine Gefahr für die schweizerische Geldpolitik darstellen. Weil die Schweiz eine kleine offene Volkswirtschaft ist, sind die Konjunkturlage und damit auch die Geldpolitik entscheidend von Ereignissen im Ausland abhängig. Das ist derzeit im Zusammenhang mit der prekären Haushaltslage einiger europäischer Länder besonders deutlich sichtbar. Deren Budgetdefizite und Schuldenstände haben zu einem dramatischen Vertrauensverlust an den Finanzmärkten geführt. Es kam zum bekannten Safe-Haven-Effekt des Frankens in Krisenzeiten. Er besteht darin, dass für Investoren weniger die Fundamentaldaten als vielmehr fehlende sichere Anlagealternativen im Vordergrund stehen. Die Folge war eine massive Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro im Juli und August 2011, die eine akute Bedrohung der Wirtschaft darstellte und Deflationsgefahren barg.

Um ihren Auftrag zu erfüllen, musste die Nationalbank mehrere Massnahmen ergreifen. Sie senkte die Zinsen im August 2011 bis auf null, erhöhte die Liquidität am Geldmarkt markant und legte schliesslich Anfang September einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest. Mit der Festlegung des Mindestkurses entspannte sich die Lage am Devisenmarkt. Der Franken bleibt aber auch mit 1.20 zum Euro hoch bewertet und sollte sich weiter abschwächen.

Die Massnahmen zur Wahrung der Preisstabilität sind nicht ohne Risiken zu haben und können hohe Kosten mit sich bringen. Sie verlängerten die Bilanz der SNB massiv, was mit entsprechenden Anlagerisiken verbunden ist.²² Gleichwohl wird die Nationalbank diesen Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen, um ihr Mandat zu erfüllen.

²¹ Deutschland führte eine Schuldenbremse 2009 ein, Spanien folgte vor kurzem. Frankreich und Italien planen eine solche. Auch einige osteuropäische Länder haben bereits eine Schuldenbremse in ihrer Verfassung verankert. Gemäss den Beschlüssen des jüngsten Euro-Gipfels sollen die 17 Mitgliedstaaten der Eurozone bis Ende 2012 Schuldenbremsen einführen.

²² Vgl. Jordan (2011).

6. Schlussfolgerungen

Sowohl die Theorie als auch die Erfahrung zeigen, dass die Unabhängigkeit der Geldpolitik absolut notwendig ist, damit eine Zentralbank ihr Mandat langfristig wahrnehmen kann. Dabei ist die effektive Unabhängigkeit der Geldpolitik nicht allein durch die formelle Unabhängigkeit der Zentralbank garantiert. Ist die Finanzpolitik nicht auf eine dauerhafte Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte ausgerichtet, ist die Unabhängigkeit der Geldpolitik langfristig nicht gesichert. Formelle Unabhängigkeit der Zentralbank ist in diesem Sinne eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für eine langfristig erfolgreiche Geldpolitik. Aus diesem Grunde interessieren sich Geldpolitiker für die Lage und die Entwicklung der Staatsfinanzen, obschon sie nicht für die Fiskalpolitik verantwortlich sind. Man kann sogar in Anlehnung an Mervyn King behaupten, dass sie sich dafür interessieren *müssen*.

Eine übermässige Verschuldung birgt das Risiko, dass die Fiskalpolitik nicht mehr in der Lage oder bereit ist, ihre Aufgaben wahrzunehmen. Es liegt dann nahe, die Verantwortung dafür an die Zentralbank abzuschieben, die mit der Notenpresse vermeintlich alle Probleme zu lösen vermag. Das ist der Grund, weshalb wir uns in der momentanen Finanzkrise intensiv mit den Wechselwirkungen zwischen Staatsverschuldung und Geldpolitik beschäftigen müssen. Dabei gilt es sicherzustellen, dass auch in Zukunft die Bedingungen für gute Geldpolitik erfüllt sein werden.

In der Schweiz hat eine stabilitätsorientierte, aber auch handlungsfähige Geld- und Fiskalpolitik dazu beigetragen, die Auswirkungen der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise zu dämpfen. Zudem ist die Verschuldungssituation in der Schweiz nach vier Jahren Finanzkrise viel besser als in den meisten vergleichbaren Ländern. Wie die Ereignisse der letzten beiden Jahre verdeutlicht haben, ist die Geldpolitik einer kleinen offenen Volkswirtschaft aber auch auf eine gesunde Fiskalpolitik im Ausland angewiesen. Zwar bedroht die enorme Staatsverschuldung einiger europäischer Länder die Unabhängigkeit der Geldpolitik in der Schweiz nicht direkt. Dennoch haben die Schuldenkrise und ihre Wahrnehmung an den Märkten die Führung der Geldpolitik in der Schweiz erheblich beeinträchtigt. Die Nationalbank musste weitreichende Massnahmen ergreifen, um die negativen Effekte auf die Schweizer Volkswirtschaft zu begrenzen und ihr Mandat wahrzunehmen. Mit der Festlegung eines Mindestkurses zum Euro stabilisierte sich die Lage.

Der Mindestkurs darf aber nicht mit einem Wechselkursziel verwechselt werden. Mit einem Wechselkursziel ist automatisch stets ein Verlust an geldpolitischer Autonomie verbunden. Mit einem Mindestkurs ist dies nicht der Fall, und die SNB wird auch in Zukunft ihr Mandat voll erfüllen können.

Die Ereignisse im Zusammenhang mit der internationalen Schuldenproblematik haben die Bedeutung gesunder Staatsfinanzen für die Geldpolitik klar vor Augen geführt. Wir müssen zu den tragenden Säulen der Wirtschaftspolitik Sorge tragen, wollen wir die wirtschaftliche Stabilität und letztlich unseren Wohlstand nicht aufs Spiel setzen.

Literatur

- Bassetto, Marco and R. Andrew Butters. 2010. What is the relationship between large deficits and inflation in industrialized countries? Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 3Q: 83-100.
- Bernanke, Ben S. 2011. The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice. 56th Economic Conference Federal Reserve Bank of Boston Boston, Massachusetts.
- Catão, Luis and Marco E. Terrones. 2005. Fiscal Deficits and Inflation. *Journal of Monetary Economics* 52: 529-554.
- Cecchetti, Stephen G., M.S. Mohanty and Fabrizio Zampolli. 2011. The real effects of debt. <http://www.bis.org/publ/othp16.pdf>
- Cochrane, John H. 2011. Understanding policy in the great recession: Some unpleasant fiscal arithmetic. *European Economic Review* 55: 2-30.
- Dornbusch, Rudi. 1998. Debt and Monetary Policy: The Policy Issues. In *The Debt Burden and Its Consequences for Monetary Policy. Proceedings of a Conference held by the International Economic Association at the Deutsche Bundesbank, Frankfurt, Germany*. Guillermo Calvo and Mervyn King (Eds), 3-22. Macmillan Press LTD/St. Martin's Press, Inc.
- Hildebrand, Philipp M. 2011. Die Unabhängigkeit der Nationalbank. *Avenir Suisse*, 21. Juni 2011.
- Hoening, Thomas M. 2010. Knocking on the Central Bank's Door. Peterson-Pew Commission on Budget Reform Policy Forum, Washington, D.D., February 16, 2010.
- Jordan, Thomas J. 2011. Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital? Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft Basel. Basel, 28. September 2011.
- King, Mervyn. 1995. Commentary on «Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline». In *Budget Deficits and Debt: Issues and Options. A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 171-183. August 31-September 2, 1995.
- Klomp, Jeroen and Jakob de Haan. 2010. Inflation and Central Bank Independence: A Meta-Regression Analysis. *Journal of Economic Surveys* 24: 593-621.
- Kumar, Manmohan S. and Jaejoon Woo. 2010. Public Debt and Growth. IMF Working Paper WP/10/174.
- Laubach, Thomas. 2009. New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt. *Journal of the European Economic Association* 7: 858-885.
- Leeper, Eric M. 1991. Equilibria under «active» and «passive» monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics* 27: 129-147.
- Mishkin, Frederic S. 2009. The Financial Crisis and the Federal Reserve. NBER Macroeconomics Annual. Daron Acemoglu, Kenneth Rogoff, and Michael Woodford (Eds), 495-508.

- Plosser, Charles I. 2010. The Federal Reserve System: Balancing Independence and Accountability.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff. 2011. A Decade of Debt. NBER Working Paper 16827.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff. 2010. Growth in a Time of Debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 100. May: 573-758.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff. 2008a. This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. NBER Working Paper 13882.
- Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff. 2008b. The Forgotten History of Domestic Debt. NBER Working Paper 13946.
- Reinhart, Carmen M. and M. Belen Sbrancia. 2011. The Liquidation of Government Debt. NBER Working Paper 16893.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace. 1981. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly Review* 5: 1-17.
- Sill, Keith. 2005. Do Budget Deficits Cause Inflation? Federal Reserve Bank of Philadelphia *Business Review*, Q3: 26-33.
- Sims, Christopher A. 2011. Stepping on a rake: The role of fiscal policy in the inflation of the 1970s. *European Economic Review* 55: 48-56.
- Waller, Christopher J. 2011. Independence + Accountability: Why the Fed Is a Well-Designed Central Bank. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*. September/October: 293-301
- Woodford, Michael. 2001. Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit, and Banking* 33(3): 669-728.
- Yellen, Janet L. 2010. The Outlook for the Economy and Inflation, and the Case for Federal Reserve Independence. FRBSF *Economic Letter*, March 29, 2010.