



Referat

Sperrfrist

9. Oktober 2014 10:00

Machen Zentralbanken zu viel?

Foire du Valais

Jean-Pierre Danthine

Vizepräsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Martigny, 9. Oktober 2014

© Schweizerische Nationalbank, Bern, 2014 (Referat auf Französisch)

* Der Referent dankt Fabian Gunzinger für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank gilt zudem Irma Cruz, Till Ebner, Peter Kuster, Claudia Strub und dem Sprachendienst der SNB für wertvolle Hinweise und Kommentare.

Einleitung

Zentralbanken haben sich in den letzten Jahren tatkräftig dafür eingesetzt, die Finanzkrise zu bekämpfen und deren Nachwehen zu lindern. Um ähnliche Krisen künftig verhindern zu können, haben sie zudem eine wichtigere Rolle bei der Ausarbeitung geeigneter Regulierungen übernommen. Dies hat verschiedene Beobachter dazu veranlasst, die im Titel meines Referats gestellte Frage aufzuwerfen: Machen Zentralbanken zu viel?

Die kurze Antwort auf diese Frage lautet – es dürfte Sie kaum überraschen – «nein». Die Massnahmen, welche die Zentralbanken seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 ergriffen haben, hängen direkt mit der Schwere dieser Krise zusammen. Erstens waren konventionelle Massnahmen – Senkung der Zinssätze, Bereitstellung von Liquidität und Handeln als Lender of last Resort, d.h. als letzte Liquiditätsquelle in Krisenzeiten – notwendig, um den Kollaps des Finanzsystems abzuwenden. Zweitens stellte der Einsatz verschiedener unkonventioneller Massnahmen mangels verfügbarer Alternativen einen verantwortungsvollen Schritt dar, um die schwache wirtschaftliche Erholung zu unterstützen. Drittens ist es nötig, den Auftrag der Zentralbanken im Bereich der Finanzstabilität dahingehend neu zu interpretieren, dass sie bei der Krisenprävention eine aktivere Rolle übernehmen können, damit künftig ein derart weitreichendes Krisenmanagement möglichst nicht mehr nötig sein wird.

Dies ist, kurz zusammengefasst, der Inhalt meines heutigen Referats. Im Folgenden werde ich auf die Überlegungen eingehen, die hinter den von den Zentralbanken ergriffenen konventionellen und unkonventionellen Massnahmen zur Krisenbekämpfung stehen. Weiter werde ich erklären, weshalb Zentralbanken eine aktive Rolle im neuen Regelwerk spielen müssen, das als Antwort auf die Krise umgesetzt wird.

Zentralbanken stehen nicht gerade im Ruf, besonders innovativ zu sein. Doch wie das Foire du Valais, das sich über die letzten 50 Jahre durch die Kombination von Innovation mit seinen angestammten Stärken zur herausragenden Messe in der französischsprachigen Schweiz entwickelt hat, haben sich auch die Zentralbanken in den vergangenen Jahrzehnten weiterentwickelt. Sie haben sich dem gewandelten Umfeld angepasst, ohne die feste Ausrichtung auf ihre Kernaufgabe – die Gewährleistung der Preisstabilität – aufzugeben. Sie waren auch bereit, gegebenenfalls neue Lektionen zu lernen. Die Finanzkrise stellt einen solchen Fall dar, und eine wichtige Lehre, die daraus gezogen werden sollte, lautet, dass das Mandat der Finanzstabilität neu zu interpretieren ist.

Den Kollaps verhindern: konventionelle Geldpolitik

Der Ökonom John Kenneth Galbraith scherzte, dass die Finanzwelt ein kurzes Gedächtnis hat und «dass es nur wenige Bereiche menschlichen Tuns gibt, die der Geschichte so wenig Bedeutung beimessen wie die Finanzwelt».¹ Vor wenigen Wochen hat sich der Tag des Zusammenbruchs von Lehman Brothers zum sechsten Mal gejäht. Lassen Sie mich Ihnen die dra-

¹ Galbraith (1990).

matischen Ereignisse kurz in Erinnerung rufen, die Auslöser für die vielen in den vergangenen Jahren ergriffenen Massnahmen waren.

Der Bankrott von Lehman Brothers am 15. September 2008 führte dazu, dass sich eine Krise, die zuvor auf den Interbankenmarkt beschränkt gewesen war, zu einer eigentlichen Panik am ganzen Finanzmarkt ausweitete. In den Wochen und Monaten nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers war die Gefahr real, dass eine zweite Grosse Depression entstehen könnte. Tatsächlich zeigte die Entwicklung ökonomischer Schlüsselindikatoren beunruhigende Parallelen zwischen den frühen Stadien der beiden Krisen: Im Januar 2009 verzeichnete die globale Industrieproduktion einen Rückgang von mehr als 10%, der Welthandel war um beinahe 20% gefallen, und der globale Aktienmarkt hatte rund die Hälfte seines Wertes eingebüsst.² In den 1930er-Jahren sanken diese drei Indikatoren noch zwei Jahre lang weiter, was schliesslich zu einer rekordhohen Arbeitslosigkeit führte: 25% in den USA und je 30% in Grossbritannien und Deutschland, den damals zweit- bzw. drittgrössten Volkswirtschaften.

Das war das Umfeld, in dem sich die politischen Entscheidungsträger Ende 2008 wiederfanden, und so präsentierten sich die Aussichten, die sie vor Augen hatten. Wie reagierten sie, um eine Wiederholung der Grossen Depression abzuwenden? Beinahe unmittelbar nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers begannen die Zentralbanken, einschliesslich der Schweizerischen Nationalbank (SNB), die Zinssätze auf gegen null zu senken. Während der folgenden Monate verabreichten sie den vom Austrocknen bedrohten Finanzmärkten zudem Liquiditätsspritzen. Weiter agierten sie als Lender of last Resort, indem sie in Not geratenen Finanzinstituten Liquidität zur Verfügung stellten.³

Die Hauptlehre, die Zentralbanken aus den Erfahrungen mit der Grossen Depression gezogen hatten, ist die Einsicht, dass es sehr wichtig ist, Liquidität bereitzustellen und die Funktion des Lenders of last Resort wahrzunehmen. Diese Rolle zählt seither bei Finanzkrisen zu ihren Hauptaufgaben.⁴

Die Zentralbanken haben folglich zu Beginn der Krise nicht zu viel gemacht, sie haben lediglich ihre Arbeit erledigt. Die meisten, und dazu gehört bestimmt auch die SNB, haben das getan, was ihr Mandat verlangt. Gemeinsam trugen sie dazu bei, Volkswirtschaften und Finanzmärkte zu stabilisieren, die vor einem Kollaps standen. Gewiss, es sind noch viele Herausforderungen zu meistern, doch die Tatsache, dass eine Wiederholung der Ereignisse der 1930er-Jahre vermieden werden konnte, ist als Erfolg zu werten.

² Eichengreen and O'Rourke (2010).

³ Liquiditätshilfen an in Not geratenen Finanzinstitute erfolgten üblicherweise im Rahmen staatlicher Eingriffe und staatlicher Kapitalspritzen, um die Zahlungsfähigkeit dieser Institute sicherzustellen. In der Schweiz stellte die SNB als Lender of last Resort im Oktober 2008 Liquiditätshilfe an die UBS zur Verfügung, nachdem deren Zahlungsfähigkeit durch eine Kapitalspritze der Schweizer Regierung garantiert war.

⁴ Friedman und Schwartz (1963) argumentieren überzeugend, dass die Reduktion des Geldangebots zu den grossen Rückgängen in der Produktion und in den Preisen zwischen 1929 und 1933 führte. Da die US-Notenbank nicht als Lender of last Resort eingriff, kam es in dieser Zeit zu Bankenzusammenbrüchen im grossen Stil, was die Geldversorgung zusätzlich verknappte.

Die schwache Erholung unterstützen: unkonventionelle Geldpolitik

Mit der Senkung der kurzfristigen Zinssätze auf null stiessen die Zentralbanken an eine natürliche Grenze, die ihre konventionelle Geldpolitik wirkungslos werden lässt. Ihr entschlossenes Handeln sowie die fiskalpolitischen Massnahmen der Regierungen hatten zwar den freien Fall gestoppt, doch die Volkswirtschaften blieben schwach, die Arbeitslosenraten hoch und die Erholung zögerlich.

Es musste offensichtlich mehr getan werden. Gemäss der herkömmlichen Wirtschaftslehre erzielt bei Leitzinsen nahe null die Fiskalpolitik die beste Hebelwirkung. Leider sahen sich die meisten Regierungen aus verschiedenen Gründen ausser Stande, mehr zu unternehmen. Sie zögerten, noch mehr Ausgaben zu machen, hauptsächlich deshalb, weil die öffentliche Verschuldung in vielen Ländern schon zu Beginn der Krise hoch war und die Krise ihre Haushalte bereits zusätzlich belastete.

So wurde den Zentralbanken klar, dass sie bei der Aufgabe, die schwache Wirtschaftserholung zu stützen, allein auf sich gestellt waren, obwohl ihr konventionelles Instrumentarium ausgeschöpft war. Da viele von ihnen den Auftrag haben zu reagieren, wenn die Wirtschaft hinter ihrem Potenzialwachstum bleibt, wendeten sie sich unkonventionellen Massnahmen zu.⁵

Auch wenn ihre Beweggründe teilweise unterschiedlich waren, griffen alle grösseren Zentralbanken zu mindestens einem der beiden Instrumente: Quantitative Easing, also dem grossangelegten Kauf langfristiger Wertpapiere, respektive Forward Guidance, d.h. der Verpflichtung, die kurzfristigen Zinssätze über einen bestimmten Zeitraum tief zu halten. Beide Massnahmen zielen darauf ab, die Zinssätze für langfristiges Fremdkapital zu senken und über diesen Kanal die Wirtschaft anzukurbeln.

Die SNB stellt allerdings in einem gewissen Sinn einen Spezialfall dar. Im Sommer 2011 sah sich die Schweiz mit einer massiven Aufwertung des Frankens konfrontiert, die eine Folge der Krise im Euroraum war. Die Aufwertung setzte sich fort und begann, die Preisstabilität ernsthaft zu gefährden. Dies bewog die SNB, zu verschiedenen unkonventionellen Mitteln zu greifen, um die Liquidität in Franken zu erhöhen. Schliesslich führte sie im September 2011 den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro ein.

Machen Zentralbanken also zu viel im Bereich der unkonventionellen Politik? Die Antwort lautet wiederum «nein»; allerdings weniger kategorisch als im Fall der konventionellen Politik.

Einerseits waren allein die Zentralbanken noch handlungsfähig geblieben und konnten dem schwachen Wirtschaftsgang und der hohen Arbeitslosigkeit entgegentreten. Sie sahen sich

⁵ Dieser Weg war nicht völlig neu: Japan sah sich in den 1990er-Jahren mit schwachem Wachstum und Deflationsgefahr konfrontiert, nachdem die Vermögenspreise kollabiert waren, obschon die Bank of Japan den Leitzins auf null gesenkt hatte. In der Folge begann die Zentralbank damit, mit unkonventioneller Geldpolitik zu experimentieren.

daher gezwungen, weitere Massnahmen zu treffen – Massnahmen, die sich mit ihrem Mandat vereinbaren liessen.

Andererseits steht das abschliessende Urteil über den Erfolg der unkonventionellen Politik noch immer aus. Während einige Belege darauf schliessen lassen, dass Quantitative Easing insbesondere die langfristigen Fremdkapitalzinsen zu senken vermochte, ist die Wirkung auf die Realwirtschaft weniger klar.⁶ Zudem können solche Massnahmen mit erheblichen Nebeneffekten verbunden sein. Sie können an den Finanzmärkten zu zusätzlicher Risikonahme führen und so zu Instabilität im Finanzsystem beitragen.⁷ Sie können Spillover-Effekte auslösen, welche die übrige Welt treffen, insbesondere aufstrebende Volkswirtschaften, wo Kapital auf der Suche nach höherer Rendite Vermögenspreise und Währungsbewegungen antreiben kann.⁸ Eine vollständige Bilanz positiver und negativer Auswirkungen dieser Massnahmen ist jedoch erst dann möglich, wenn Daten über den gesamten Krisenverlauf verfügbar sind, d.h., nicht bevor der Ausstieg aus dieser Politik vollzogen ist.

Eine Einschätzung der Wirksamkeit des Mindestkurses der SNB fällt eindeutiger aus: Diese Massnahme hat entscheidend dazu beigetragen, das Risiko deflationärer Entwicklungen zu reduzieren, sie war also erfolgreich. Angesichts des immer noch schwachen wirtschaftlichen Umfeldes bleibt der Mindestkurs das Hauptinstrument, um angemessene monetäre Bedingungen zu gewährleisten und sicherzustellen, dass das oberste Ziel der SNB, die Preisstabilität, erreicht wird.

Die Erfahrungen seit dem Kollaps von Lehman Brothers haben auch gezeigt, wie wichtig es ist, dass Zentralbanken flexibel auf unvorhergesehene Entwicklungen reagieren können. Am 30. November wird der Schweizer Souverän über die sogenannte Goldinitiative, (der volle Titel lautet: «Rettet unser Schweizer Gold») abstimmen. Eine Annahme dieser Initiative würde die Handlungsfähigkeit der SNB paradoxerweise stark einschränken. Erlauben Sie mir einen kurzen Exkurs, um zu erläutern, warum die SNB die Initiative ablehnt.

Die Initiative verlangt drei Dinge: Erstens soll die SNB mindestens 20% ihrer Aktiven in Gold halten, zweitens dürfte die SNB nie mehr Gold verkaufen, und drittens müssten die gesamten Goldreserven der SNB in der Schweiz gelagert werden.

Lassen Sie mich mit dem letzten Punkt beginnen. Heute sind 70% unserer Goldreserven in der Schweiz gelagert, 20% befinden sich bei der Bank of England und 10% bei der Bank of Canada. Wie Sie wissen, stellen die Goldreserven eines Landes üblicherweise einen Vermögenswert dar, der nur in einer schweren Notlage eingesetzt wird. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, verschiedene Lagerungsorte zu haben. Zudem ist es zweckmässig, Orte zu wählen, wo Gold gehandelt wird, so dass es schneller und mit weniger Transaktionskosten verkauft werden kann. Sowohl Grossbritannien wie Kanada erfüllen diese Bedingungen. Beide Länder

⁶ Christensen and Krogstrup (2014), Filardo and Hofmann (2014), Stein (2012), Williams (2013) und Verweise darin.

⁷ Chodorow-Reich (2014), IMF (2013).

⁸ Rajan (2013).

verfügen ausserdem über ein stabiles und zuverlässiges Rechtssystem, und wir haben die volle Garantie, dass unser Gold dort sicher ist.

Die Forderung, mindestens 20% unserer Aktiven in Gold zu halten, würde uns bei der Durchführung unserer Geldpolitik stark einschränken. Geldpolitische Transaktionen haben einen direkten Einfluss auf unsere Bilanz. Einschränkungen in Bezug auf die Zusammensetzung unserer Bilanz schränken deshalb auch unsere geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten ein. Ein anschauliches Beispiel dafür ist unser vorhin erwähnter Entscheid, den Mindestkurs gegenüber dem Euro einzuführen. Wäre die von der Initiative verlangte gesetzliche Einschränkung in Kraft gewesen, hätten wir uns gezwungen gesehen, zur Verteidigung des Mindestkurses nicht nur Euros, sondern auch Gold in grossen Mengen zu kaufen. Dies hätte die Kosten für die Durchsetzung des Mindestkurses mit Sicherheit erhöht, was die Devisenmärkte möglicherweise dazu veranlasst hätte, an unserem Willen zu zweifeln, die Verteidigung des Mindestkurses so lange wie nötig weiterzuführen.

Noch schwerwiegendere Konsequenzen hätte der Vorschlag der Initiative, den Verkauf von Gold für alle Zeiten zu verbieten. Eine Erhöhung der Goldreserven könnte nicht mehr rückgängig gemacht werden, auch wenn dies aus geldpolitischer Sicht nötig wäre. Dies könnte zusammen mit der Verpflichtung, mindestens 20% unserer Aktiven in Gold zu halten, allmählich dazu führen, dass die Aktiven der SNB hauptsächlich aus Gold bestehen: Jede geldpolitisch begründete Bilanzvergrösserung würde Goldkäufe nötig machen, wenn aber ebenfalls aus geldpolitischen Gründen umgekehrt eine Bilanzverkleinerung geboten wäre, könnte die Goldposition nicht wieder verkauft werden. Dies würde unseren Handlungsspielraum massiv einschränken.

Da Gold des Weiteren weder Zinsen noch Dividenden abwirft, würde die Fähigkeit der SNB beeinträchtigt, Gewinne zu erzielen und diese an Bund und Kantone weiterzugeben.

Schliesslich möchte ich darauf hinweisen, dass Währungsreserven, die nicht verkauft werden können, keine eigentlichen Reserven darstellen. Es ist nicht sinnvoll, eine Erhöhung der Reserven für den Notfall zu verlangen – Goldvorräte – und gleichzeitig die Nutzung dieser Reserven, auch in Notsituationen, zu verbieten.

Das Hauptargument der SNB gegen die Forderungen der Goldinitiative besteht in der Gefahr, die sie für die erfolgreiche Durchführung der Geldpolitik darstellt. Die SNB muss im Gesamtinteresse des Landes Preisstabilität gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen. Die Goldinitiative würde die Möglichkeit der SNB, dieses verfassungsmässige und gesetzliche Mandat wahrzunehmen, massiv beschneiden.

Die Lehren ziehen: das Mandat der Finanzstabilität neu interpretieren

Lassen Sie mich diesen Exkurs schliessen und wieder zu meinem Hauptthema zurückkommen. Sobald der erste Schock abgeklungen war, begannen die Entscheidungsträger, den Ursachen der Krisen nachzugehen. Die Krise hat zwei Mängel im gegenwärtigen regulatorischen Rahmen zu Tage gefördert. Da die Zentralbanken gut positioniert sind, diese Mängel anzugehen, hat dies zu einer Neuinterpretation des Mandats der Finanzstabilität geführt: weg vom Krisenmanagement und hin zur Krisenverhütung.

Im letzten Teil meines Referats möchte ich auf die Schwachpunkte eingehen, welche das Regelwerk vor der Krise aufwies, und aufzeigen, weshalb die Zentralbanken prädestiniert sind, diese Mängel zu beheben.

Der erste Schwachpunkt des Regulierungsrahmens bestand darin, dass der Fokus auf das Krisenmanagement gerichtet war. Vor der Krise herrschte die Meinung vor, dass es am besten sei, wenn Zentralbanken erst nach Ausbruch einer Finanzkrise entschieden eingreifen, statt zu versuchen, Krisen gar nicht erst entstehen zu lassen. Die hohen sozialen Kosten, welche die jüngste Krise mit sich gebracht hat, haben aber deutlich vor Augen geführt, dass insgesamt mehr Anstrengungen in die Krisenverhütung investiert werden sollten.

Als zweiter Mangel der Regulierung ist das Ausblenden einer wichtigen Risikodimension zu nennen. Da das Regelwerk darauf ausgerichtet war, Problemen bei den einzelnen Finanzinstituten (mikroprudenzielle Regulierung) vorzubeugen, scheiterte es darin, den Aufbau von Risiken zu erfassen, die das ganze Finanzsystem bedrohen. Dieses «systemische Risiko» kann zwei Ursachen haben. Zum einen handelt es sich um Finanzinstitute, die so gross (z.B. UBS und AIG) oder so vernetzt (z.B. Lehman Brothers und Bear Stearns) sind, dass deren Zusammenbruch die Stabilität des gesamten Finanzsystems gefährden würde. Der Kollaps von Lehman Brothers hat gezeigt, wie real das Problem ist. Die andere Ursache für systemisches Risiko stellen kleine Finanzinstitute dar, die, indem sie gemeinsam und prozyklisch handeln, Auf- und Abschwünge an den Finanzmärkten verstärken.

Damit dem systemischen Risiko direkt entgegengewirkt werden kann, braucht es ein spezielles Instrumentarium, die sogenannten makroprudenziellen Massnahmen. Diskutiert wurde über solche Instrumente bereits vor mehr als zehn Jahren.⁹ Sie lassen sich in zwei Kategorien einteilen. Zur ersten Kategorie gehören Instrumente, die auf die Stärkung der systemrelevanten Finanzinstitute abzielen, also derjenigen Institute, die entweder gross oder stark vernetzt sind. Ein Beispiel für eine solche Massnahme ist die Schweizer «Too big to fail»-Regulierung. Die Massnahmen der zweiten Kategorie sind darauf ausgerichtet, die Widerstandskraft des Finanzsystems zu stärken und die Prozyklizität des kollektiven Verhaltens von Finanzinstituten, d.h. die Tendenz zu einer Verstärkung der konjunkturellen Schwankungen, zu begrenzen. Der antizyklische Kapitalpuffer, der in der Schweiz derzeit aktiviert ist, gehört zu diesen Instrumenten.

⁹ Crockett (2000).

Halten wir kurz zusammengefasst Folgendes fest: Wir haben erfahren müssen, dass Krisen, die das ganze Finanzsystem betreffen, sehr teuer sein können. Unser Augenmerk sollte deshalb mehr auf deren Vermeidung als auf deren Bewältigung liegen. Weiter besteht ein allgemeiner Konsens darüber, dass wir mehr makroprudenzielle Instrumente benötigen, um dem systemischen Risiko direkt entgegenwirken zu können.

Eine letzte Frage gilt es noch zu klären: Wieso kommt den Zentralbanken eine wichtige Rolle bei der Umsetzung dieser Massnahmen zu? Dafür können vier Hauptgründe genannt werden.

Erstens sind Zentralbanken als Lender of last Resort die einzigen, die der Wirtschaft in Zeiten finanzieller Engpässe noch Liquidität zuführen können. Sie spielen deshalb eine wichtige Rolle beim Krisenmanagement. Allerdings sind diese Operationen nicht risikolos, und die Zentralbanken haben ein spezielles Interesse daran, dass sie gar nie in eine solche Lage geraten. Damit dies möglich ist, benötigen sie geeignete Instrumente.

Zweitens ist Finanzstabilität eine entscheidende Voraussetzung dafür, dass die Zentralbanken in der Lage sind, ihr vorrangiges Mandat der Preisstabilität zu erfüllen. Instabilität im Finanzsystem kann die Preisentwicklung verzerren und das reibungslose Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus beeinträchtigen.

Drittens können sich makroprudenzielle und geldpolitische Instrumente gegenseitig beeinflussen – beispielsweise dann, wenn tiefe Leitzinsen nicht nur die wirtschaftliche Aktivität (wie beabsichtigt) stimulieren, sondern auch dazu verleiten, an den Finanzmärkten höhere Renditen anzustreben. So tragen sie zur Bildung eines systemischen Risikos bei, was wiederum die Verschärfung eines makroprudenziellen Instruments nötig macht. In einem solchen Fall stehen die Chancen für einen möglichst guten Instrumentenmix besser, wenn makroprudenzielle und geldpolitische Massnahmen koordiniert werden. Dies ist bedeutend einfacher zu erreichen, wenn die Zentralbank über den Einsatz beider Instrumente bestimmen kann.

Schliesslich braucht es für die Analyse und Überwachung des systemischen Risikos und der Auswirkungen makroprudenzieller Massnahmen solche Kompetenzen, über die traditionellerweise die Zentralbanken verfügen. Denn eine makroökonomische Sichtweise wie auch Kenntnisse über die Funktionsweise von Finanzmärkten sind gleichermassen erforderlich, um das Mandat der Preisstabilität zu erfüllen.

Alles in allem gibt es triftige Gründe dafür, den Zentralbanken in folgenden Bereichen eine wichtige Rolle einzuräumen: in der Bekämpfung des systemischen Risikos, beim Festlegen einer makroprudenziellen Politik und beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Liegt die Verantwortung für die Geldpolitik wie auch für die makroprudenzielle Politik bei der selben Institution, können Informationsaustausch und Koordination der Massnahmen zweifellos verbessert werden.

Für viele Zentralbanken und auch für die SNB bedeuten die Verantwortung für den makroprudenziellen Bereich und die Verschiebung von der Krisenbewältigung zu einer aktiveren

Rolle in der Krisenverhütung, dass sie das Mandat der Finanzstabilität neu interpretieren müssen. Die SNB erhält in zweifacher Hinsicht neue Kompetenzen. Zum einen ist sie dafür zuständig, systemrelevante Institute zu identifizieren und sie anschliessend auch per Verfügung als systemrelevant zu bezeichnen. Zum andern ist sie verantwortlich für die Überwachung zyklischer Risiken – und damit verbunden dafür, dem Bundesrat die Aktivierung und Höhe des antizyklischen Kapitalpuffers zu beantragen.

Somit lautet die Antwort auf die Frage, ob sich die Zentralbanken bei den neuen Regulierungsbestimmungen zu aktiv einbringen, wiederum «nein». Angesichts der jüngsten Erfahrungen wäre es fahrlässig, wenn wir uns nicht direkt mit dem systemischen Risiko befassen würden, um künftigen Systemkrisen vorzubeugen. Und weil die Behandlung solcher Risiken Werkzeuge und Kompetenzen erfordert, die naturgemäss zur Domäne von Zentralbanken gehören, ist es naheliegend, dass sie bei dieser Aufgabe eine wichtige Rolle übernehmen. Wir dürfen auch nicht vergessen: Falls die grossen Anstrengungen zur Prävention künftiger Krisen fruchten, wird im Gegenzug ein umfassendes Krisenmanagement weniger nötig sein.

Schlussfolgerung

Die Geschichte ist ein grossartiger Lehrmeister. Zentralbanken sind dazu angehalten, aus den Schlüsselereignissen zu lernen – die jüngste Krise stellt ein solches Schlüsselereignis dar und ist daher ein aussergewöhnliches Lehrstück.

Zentralbanken haben Krisenmanagement mit konventionellen und unkonventionellen Mitteln betrieben. Ihre Anstrengungen haben massgeblich dazu beigetragen, einen Kollaps des Finanzsystems kurz nach Krisenausbruch zu verhindern und die negativen ökonomischen Auswirkungen in Grenzen zu halten. Zur Erinnerung: Dies war deshalb möglich, weil die Zentralbanken, einschliesslich der SNB, flexibel auf die aussergewöhnlichen Umstände reagieren konnten – diese Flexibilität würde die Goldinitiative mit ihren Forderungen massiv beschneiden.

Die sozialen Kosten der Krise allerdings waren – und sind immer noch – enorm. Die wichtigste Lehre, die Zentralbanken daraus ziehen können ist, dass eine Neuinterpretation des Mandats der Finanzstabilität nötig ist: Zentralbanken sollten sich weniger auf die Krisenbewältigung und mehr auf die Krisenverhütung konzentrieren.

Das heisst, dass das systemische Risiko direkt und effizient angegangen werden muss, eine Aufgabe, für die Zentralbanken gut gerüstet sind. Wenn wir erfolgreich sind, kann der Aufwand für das Krisenmanagement reduziert werden. In anderen Worten: Es ist davon auszugehen, dass Zentralbanken vermehrt an der einen Front sichtbar werden, um an der anderen weniger wirken zu müssen.

Lassen Sie mich abschliessend meine Antwort wiederholen, die ich ganz zu Beginn meines Referats gegeben habe: Indem Zentralbanken auf die Krise reagiert und neue regulatorische

Massnahmen ergriffen haben, damit keine weitere entsteht, waren sie nicht zu aktiv, sondern sie haben das getan, was nötig war und nötig ist.

Literatur

Christensen, Jens H.E. and Signe Krogstrup (2014). Swiss unconventional monetary policy: lessons for the transmission of quantitative easing. Working Paper Series 2014-18, Federal Reserve Bank of San Francisco. ideas.repec.org/p/fip/fedfwp/2014-18.html

Crockett, Andrew (2000). Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability. Speech at the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, Basel.

Chodorow-Reich, Gabriel (2014). Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions. Forthcoming in *Brookings Papers on Economic Activity*.

Eichengreen, Barry and Kevin H. O'Rourke (2010). A tale of two depressions: What do the new data tell us? www.voxeu.org/article/tale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update

Filardo, Andrew and Boris Hofmann (2014). Forward guidance at the zero lower bound. *BIS Quarterly Review*, March 2014. www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.htm

Friedman, Milton and Anna J. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States, 1863-1960*. Princeton: Princeton University Press.

Galbraith, John K. (1990). *A Short History of Financial Euphoria*. New York: Penguin Group.

IMF, International Monetary Fund (2013). Do Central Bank Policies Since the Crisis Carry Risks to Financial Stability? In: *Global Financial Stability Outlook*, Chapter 3. www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/

Rajan, Raghuram (2013). A step in the dark: unconventional monetary policy after the crisis. Andrew Crockett Memorial Lecture, delivered at the Bank for International Settlement, Basel. www.bis.org/events/agm2013/sp130623.htm

Stein, Jeremy C. (2012). Evaluating Large-Scale Asset Purchases. Speech given at The Brookings Institution, Washington, D.C. www.federalreserve.gov/newsevents/speech/stein20121011a.htm

Williams, John C. (2013). Lessons from the Financial Crisis for Unconventional Monetary Policy. NBER Conference, Boston.