

**Referat**

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



**Sperrfrist**

9. November 2017,  
17.30 Uhr

---

## **Unabhängigkeit von Zentralbanken nach der Finanzkrise: Die Schweizer Perspektive**

CFS Presidential Lectures, Goethe Universität Frankfurt

**Thomas J. Jordan**

Präsident des Direktoriums\*

Schweizerische Nationalbank

Frankfurt am Main, 9. November 2017

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2017

---

\* Der Referent dankt Rina Rosenblatt-Wisch und Jörn Tenhofen für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank geht zudem an Simone Auer, Petra Gerlach, Peter Kuster, Carlos Lenz und Alexander Perruchoud sowie an den Sprachendienst der SNB.

## Einleitung

Die alte Dame lebt zwar schon länger als drei Jahrhunderte, ist aber erst seit 20 Jahren unabhängig. Ich spreche hier natürlich nicht von einem Individuum, sondern von einer Institution. Die Bank of England, die den Kosenamen «the old lady» trägt, ist eine der ältesten Zentralbanken der Welt. Sie wurde im Jahr 1694 gegründet, erlangte aber ihre Unabhängigkeit vom britischen Finanzministerium erst vor 20 Jahren, am 6. Mai 1997. Nicht nur die Bank of England erfuhr in den 1990er-Jahren einen grundlegenden Wandel ihres institutionellen Rahmens. Die Verankerung der Unabhängigkeit war bei der Revision des japanischen Zentralbankgesetzes im Jahr 1997 ebenfalls ein zentraler Aspekt. Auch im Zuge der Gründung der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde der soliden Absicherung ihrer Unabhängigkeit grösste Bedeutung beigemessen. Generell bilden die 1990er-Jahre einen Höhepunkt in der weltweiten Entwicklung hin zu mehr Unabhängigkeit für die Zentralbanken.

Um diese Entwicklung zu verstehen, müssen wir einen Blick zurück in die 1970er- und 1980er-Jahre werfen. Damals litten viele Länder unter einer hohen Inflation. So betrug die durchschnittliche jährliche Inflationsrate in den OECD-Staaten in diesen beiden Jahrzehnten mehr als 9%. Gleichzeitig gab es jedoch auch Zentralbanken, die trotz des widrigen Umfelds einen vergleichsweise guten Leistungsausweis vorlegen konnten. In Deutschland und der Schweiz lag die durchschnittliche Inflationsrate über den gleichen Zeitraum bei «nur» rund 4%. Dabei scheint der hohe Grad an Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) vor politischer Einflussnahme eine wichtige Rolle gespielt zu haben. Tatsächlich zeigt eine Reihe empirischer Studien aus den frühen 1990er-Jahren, dass eine enge Verbindung zwischen dem Ausmass der Unabhängigkeit einer Zentralbank und dem Niveau der Inflation besteht, ohne dass sich dies negativ auf das Wachstum einer Volkswirtschaft auswirkt.<sup>1</sup>

Zu diesen empirischen Ergebnissen kamen damals neue theoretische Arbeiten dazu. Diese zeigen, weshalb ein Zustand hoher Inflation mit unabhängigen Zentralbanken besser überwunden werden kann. Wenn die Regierung die Geldpolitik selber festlegt, kann sich leicht eine Neigung zu hoher Inflation – ein sogenannter inflation bias – ergeben. Dies hat verschiedene Gründe: Die Regierung kann zum Beispiel Staatsausgaben über die Notenpresse finanzieren und so die Inflation anheizen. Auch wenn sie das nicht tut, hat sie oft den Anreiz, die Konjunktur mit einer überraschend expansiven Geldpolitik kurzfristig anzukurbeln, insbesondere vor Wahlen. Ein weiterer Grund, weshalb sich eine Neigung zu hoher Inflation ergeben kann, ist der Umstand, dass Regierungen dazu tendieren, in Rezessionen stärker stabilisierend

---

<sup>1</sup> Vgl. die Übersicht in Cukierman, A. (2008), Central bank independence and monetary policymaking institutions – Past, present and future, *European Journal of Political Economy* 24, S. 722–736. Zum Zusammenhang von Zentralbankunabhängigkeit und Wachstum vgl. Grilli, V., D. Masciandro und G. Tabellini (1991), Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries, *Economic Policy* 13, S. 341–392, Alesina, A. und L.H. Summers (1993), Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence, *Journal of Money, Credit, and Banking* 25(2), S. 151–162, und Cukierman, A., P. Kalaitzidakis, L.H. Summers und S.B. Webb (1993), Central bank independence, growth, investment and real rates, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, S. 95–140.

eingzugreifen als in Phasen der Überhitzung. Sie schieben unpopuläre, aber nötige Massnahmen wie eine geldpolitische Straffung auf, was die Inflation erhöht.

Die theoretischen Arbeiten zeigen, dass eine unabhängige Zentralbank mit einem auf die Preisstabilität ausgerichteten Mandat nicht den gleichen Anreizen unterliegt wie eine Regierung. Anders als diese steht eine unabhängige Zentralbank nicht im politischen Wettbewerb. Die Delegation der Geldpolitik an eine unabhängige Zentralbank reduziert deshalb den inflation bias und unterstützt gleichzeitig das Wachstum einer Volkswirtschaft in der langen Frist.<sup>2</sup>

Die empirischen und theoretischen Erkenntnisse trugen massgeblich dazu bei, dass sich in den 1990er-Jahren ein breiter Konsens herausbildete: Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist eine entscheidende Voraussetzung für eine erfolgreiche stabilitätsorientierte Geldpolitik und eine gesunde wirtschaftliche Entwicklung.

Die Erwartungen an die Zentralbankunabhängigkeit wurden in der Folge weitgehend erfüllt. Die Inflation in den Industrieländern reduzierte sich auf ein niedriges und stabiles Niveau. So betrug die durchschnittliche jährliche Inflationsrate in den OECD-Staaten von 1990 bis zum Beginn der Finanzkrise etwas über 4%, sie lag also weniger als halb so hoch wie in den 1970er- und 1980er-Jahren. Gleichzeitig wirkte sich die Unabhängigkeit von Zentralbanken auch positiv auf das makroökonomische Umfeld aus und trug wesentlich zur sogenannten Great Moderation bei: Die Geldpolitik wurde im Vergleich zu früher berechenbarer und damit für die Öffentlichkeit etwas «langweiliger». Sie war nicht mehr selber die Ursache von Störungen, welche die Volkswirtschaften belasteten. Zudem profitierte die Weltwirtschaft in dieser Zeit vom Ausbleiben grosser Erschütterungen. Insgesamt bestätigte diese günstige Entwicklung die Vorteile von unabhängigen Zentralbanken. Deshalb war die Unabhängigkeit weitgehend unumstritten.

Dies änderte sich mit der Finanzkrise. Die Finanzmärkte und das Bankensystem wurden durchgeschüttelt, und viele Volkswirtschaften durchlebten eine tiefgreifende Krise. Nun waren die Geld- und die Fiskalpolitik gefordert. Insbesondere die Geldpolitik reagierte in nie gekanntem Ausmass und mit neuen und unkonventionellen Instrumenten. Auch wurden zusätzliche Aufgaben an die Zentralbanken herangetragen, beispielsweise im Bereich der Finanzstabilität. Während die Zentralbanken zu Beginn allgemein als Retter in der Not bewundert wurden, änderte sich die Wahrnehmung mit dem Andauern der wirtschaftlichen Schwierigkeiten. Die unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen und die Ausweitung der Tätigkeitsfelder der Zentralbanken gaben Anlass zu wachsender Kritik. Diese kommt je nach Land und Situation aus völlig verschiedenen Richtungen: Einige Stimmen werfen den Zentralbanken vor, zu

---

<sup>2</sup> Zum Problem des politischen Drucks hat sich bereits David Ricardo geäussert, vgl. beispielsweise Ricardo, D. (1824), *Plan for the establishment of a national bank*, London, John Murray. Zur Zeitinkonsistenz vgl. Kydland, F.E. und E.C. Prescott (1977), Rules rather than discretion. The inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy* 85(3), S. 473–492; Calvo, G.A. (1978), On the time consistency of optimal policy in a monetary economy, *Econometrica* 46(6), S. 1411–1428 und Barro, R.J., sowie D.B. Gordon (1983), A positive theory of monetary policy in a natural rate model, *Journal of Political Economy* 91(4), S. 589–610. Eine Möglichkeit, dem inflation bias zu begegnen, findet sich in Rogoff, K. (1985), The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, *The Quarterly Journal of Economics* 100(4), S. 1169–1189: Die Gesellschaft beruft eine Leitung der Notenbank, die eine stärkere Abneigung gegen Inflation hat als die Gesellschaft insgesamt (conservative central banker). Zum Problem des «inflation bias» bei asymmetrischen Präferenzen vgl. Jordan, T.J. (2001), *Inflation bias, output stabilization, and central bank independence*, Bern, Verlag Paul Haupt.

weitgehende Massnahmen ergriffen zu haben und von ihren ursprünglichen, vom Gesetzgeber vorgesehenen Aufgaben abzuweichen. Andere monieren dagegen, die Zentralbanken hätten die wirtschaftliche Erholung zu wenig und zu zögerlich unterstützt. Auch wird immer wieder Unbehagen gegenüber der angeblich unkontrollierten Machtfülle von Zentralbanken geäussert. Entsprechend wird das Thema Unabhängigkeit in der Öffentlichkeit vermehrt diskutiert: Sind die Zentralbanken zu weit gegangen? Ist die Unabhängigkeit weiterhin gerechtfertigt? Gefährdet die Unabhängigkeit der Zentralbanken gar die Machtbalance und den demokratischen Prozess eines Landes oder Währungsraums?

Die Auseinandersetzung mit diesen Fragen ist für die Legitimation der Zentralbankunabhängigkeit, heute wie in der Zukunft, sehr wichtig. Ich möchte sie deshalb hier aufnehmen und vertiefen. Dabei werde ich den Blickwinkel des Zentralbankers einnehmen und auf Erfahrungen zurückgreifen, die wir in der Schweiz gemacht haben.

Um es vorweg zu nehmen: Ich bin der festen Überzeugung, dass die Unabhängigkeit einer Zentralbank auch nach den Erfahrungen im Zusammenhang mit der Finanzkrise unentbehrlich ist, sowohl für die Bewahrung der Preisstabilität als auch für eine stabile und gesunde wirtschaftliche Entwicklung. Sie ist nicht nur in Schönwetterphasen wie der Great Moderation nützlich, sondern gerade in stürmischen Zeiten unabdingbar. Die Fähigkeit, bei Bedarf rasch Entscheidungen zu treffen und die nötigen Instrumente einzusetzen, dient vor allem in Krisenzeiten der ganzen Gesellschaft.

Insbesondere in einem komplexen makroökonomischen Umfeld ist es aber erforderlich, dass Zentralbanken ihr Handeln immer wieder ausführlich erklären und begründen. Sie müssen darlegen können, dass ihre Unabhängigkeit für die Bürger Vorteile bringt und dass sie mit der ihr übertragenen Macht verantwortungsvoll umgehen. Die Unabhängigkeit einer Zentralbank ist nicht naturgegeben, sondern muss immer wieder neu verdient werden.

## **Zentralbankunabhängigkeit in der Schweiz**

Lassen Sie mich zunächst den institutionellen Rahmen in der Schweiz kurz erläutern.

Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist in der Schweiz rechtlich umfassend verankert. Sie ist bereits auf allerhöchster Stufe festgelegt, in Artikel 99 der Bundesverfassung. Dies unterstreicht den hohen Stellenwert, den der Souverän der Unabhängigkeit der SNB beimisst. Konkretisiert wird die Unabhängigkeit im Nationalbankgesetz. Dabei können vier verschiedene Ausprägungen unterschieden werden: die funktionelle, institutionelle, finanzielle und personelle Unabhängigkeit.

In Bezug auf die Funktion bedeutet die Unabhängigkeit folgendes: Die Nationalbank muss ihren Auftrag frei von Weisungen anderer Stellen erfüllen können, insbesondere der Schweizer Regierung und des Parlaments der Eidgenossenschaft. Als Institution ist die SNB kraft ihrer eigenen Rechtspersönlichkeit unabhängig. Sie hat die Rechtsform einer spezialgesetzlichen

Aktiengesellschaft.<sup>3</sup> Die finanzielle Unabhängigkeit der SNB umfasst zwei Aspekte: erstens das Verbot der Staatsfinanzierung und zweitens die Budgetautonomie. Die personelle Unabhängigkeit der SNB ergibt sich schliesslich daraus, dass das Direktorium der Nationalbank, das für die Geldpolitik verantwortliche Gremium, von der Regierung für eine feste und vergleichsweise lange Amtsdauer von sechs Jahren gewählt wird. Ausserdem können Mitglieder des Direktoriums nur dann ihres Amtes enthoben werden, wenn sie die Voraussetzungen für die Amtsausübung nicht mehr erfüllen oder eine schwere Verfehlung begangen haben.

Diese umfassende Unabhängigkeit unterstützt die SNB bei der Erfüllung ihres Mandats. Gemäss Verfassung hat sie eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Das Nationalbankgesetz konkretisiert den Auftrag und hält fest, dass die SNB die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen hat. Ausserdem hat sie zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen und eine Reihe weiterer Aufgaben zu übernehmen, wie etwa die Gewährleistung der Bargeldversorgung.

Den geldpolitischen Auftrag hat die SNB folgendermassen operationalisiert: Sie versteht unter Preisstabilität einen Anstieg der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr. Deflation verletzt das Ziel der Preisstabilität ebenfalls. Preisstabilität wird dabei als ein mittel- und langfristiges Konzept verstanden. Dies ist sinnvoll, weil die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft oft von Entwicklungen im Ausland beeinflusst wird, die unmittelbar zu entsprechenden Schwankungen des Preisniveaus führen.

Als Gegengewicht zur Unabhängigkeit legt die SNB umfassend Rechenschaft ab. Dies ist ebenfalls im Nationalbankgesetz geregelt. Die SNB steht im regelmässigen Austausch mit der Schweizer Regierung, sie nimmt an Anhörungen vor parlamentarischen Kommissionen teil und veröffentlicht jährlich einen Rechenschaftsbericht. Zur Rechenschaftsablage gehört auch, dass wir die Öffentlichkeit regelmässig und umfassend über unsere Einschätzung der Wirtschaftslage ins Bild setzen und die Beweggründe für unsere Entscheide eingehend erläutern. Als Kommunikationskanäle nutzt die SNB dafür Medienmitteilungen, Medienkonferenzen, Referate und Interviews und stellt zudem ein umfangreiches Informationsangebot auf ihrer Website zur Verfügung. Im Jahr 2016 haben sich Mitglieder des Direktoriums beispielsweise zwölf Mal mit Kommissionen des Parlaments und mit Ausschüssen der Regierung ausgetauscht. Zudem wurde die Öffentlichkeit vom Direktorium an rund 100 Anlässen über die Geldpolitik und andere zentralbankpolitische Themen informiert. Die ausführliche Information der Öffentlichkeit ist auch wegen der direkten Demokratie in der Schweiz wichtig. Denn durch das Recht der Volksinitiative können auch Sachfragen zur Abstimmung gebracht werden, welche die Geldpolitik berühren.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Über die Hälfte des Aktienkapitals ist in öffentlicher Hand (v.a. Kantone und Kantonalkassen), der Bund besitzt keine Aktien. Der Rest der Aktien wird von Privaten gehalten. Kein Aktionär oder keine Aktionärsgruppe kann Einfluss auf geldpolitische Entscheide nehmen. Zudem ist das Stimmrecht der Privataktionäre auf je 100 Stimmen beschränkt.

<sup>4</sup> Beispiele hierfür sind die sogenannte Goldinitiative, die im November 2014 vom Volk und den Kantonen abgelehnt wurde, und die noch zur Abstimmung gelangende Vollgeldinitiative.

## Zentralbankunabhängigkeit im Lichte der Finanzkrise

Woran entzündeten sich nun konkret die Diskussionen über die Unabhängigkeit seit der Finanzkrise? Um die verschiedenen Fragestellungen einordnen zu können, möchte ich zunächst über einige grundsätzliche Aspekte sprechen, insbesondere über die Mandatsformulierung. Dann gehe ich auf Fragen ein, die sich in den letzten Jahren spezifisch in den Bereichen Geldpolitik und Finanzstabilität ergeben haben.

### Grundsätzliche Aspekte

Die Erteilung eines konkreten Mandats und die Beurteilung von dessen Erfüllung sind in einer Demokratie entscheidend, um die Unabhängigkeit einer Zentralbank zu legitimieren. In den theoretischen Arbeiten zur Unabhängigkeit von Zentralbanken wird dabei vielfach von einer idealisierten Welt ausgegangen. Das Mandat der Zentralbank kann in dieser Betrachtung präzise gefasst werden, und seine Erfüllung ist mühelos anhand statistischer Messgrössen überprüfbar. So bezieht sich das Ziel in diesen Modellen auf eine oder zwei wirtschaftliche Grössen, die wiederum mit einem geldpolitischen Instrument genau steuerbar sind. Die Öffentlichkeit kann in dieser Modellwelt zu jedem Zeitpunkt kontrollieren, ob der Zielwert erreicht ist.

Die Realität ist, wie dies gerade die Finanzkrise vor Augen geführt hat, deutlich komplexer. Zum einen umfasst das Mandat von Zentralbanken oft mehrere Ziele, wie Preis- und Finanzstabilität. Zum anderen ist das Mandat in der Regel offener formuliert als in den einfachen Modellvorstellungen. Ein Mandat umschreibt in der Realität meist die Grundgedanken, an denen sich das Handeln einer Zentralbank orientieren muss und gibt nicht eine mechanistisch anwendbare Entscheidungsrichtlinie für jede mögliche zukünftige Situation vor. Zentralbanken erhalten dadurch Flexibilität, was in Anbetracht eines Umfelds, das sich schnell und überraschend ändern kann, durchaus sinnvoll ist. Auch müssen sie gegebenenfalls mit neuen Instrumenten reagieren können. Eine vorherige Festlegung aller denkbar nötigen Instrumente oder gar der exakten Politik ist schlicht nicht möglich.

Im Gegensatz zu einer idealisierten Welt sind die Einflussmöglichkeiten der Zentralbanken zudem je nach Situation begrenzt. Oft besteht grosse Unsicherheit in Bezug auf die aktuelle und zukünftige Lage aber auch in Bezug auf die Wirkung der eingesetzten Instrumente. Inflation und Konjunktur lassen sich daher nicht immer präzise steuern. Dazu kommt, dass der Einsatz bestimmter Instrumente neben dem kurzfristigen Nutzen auch längerfristige Risiken und Kosten nach sich ziehen kann. In diesem Spannungsfeld und unter grosser Unsicherheit müssen die Zentralbanken ihre Entscheide nach bestem Wissen und Gewissen treffen. Der erwartete Nutzen einer Massnahme muss die damit verbundenen und in Zukunft zu erwartenden Kosten übersteigen. Eine sorgfältige und umfassende Güterabwägung im Sinne des Mandats ist eine zwingende Voraussetzung dafür, dass die zur Verfügung stehenden Instrumente verhältnismässig eingesetzt werden. So darf beispielsweise nicht jede kurzfristige Abweichung von der Preisstabilität oder der Vollbeschäftigung als Legitimation für Aktivismus dienen,

insbesondere dann nicht, wenn dieser die Zielerfüllung in der langen Frist gefährdet. Die Sicherung der mittel- und langfristigen Zielerreichung im Gesamtinteresse der Gesellschaft muss stets im Vordergrund stehen.

Um ihre Entscheide und letztlich ihre Unabhängigkeit zu rechtfertigen, müssen Zentralbanken umfassend Rechenschaft ablegen. Sie müssen die Beweggründe ihres Handelns und den Beitrag der ergriffenen Massnahmen zur Erfüllung ihres Auftrags erklären. Insbesondere müssen sie den Nutzen und die Risiken ihrer Politik erläutern, aber auch aufzeigen, was unter den gegebenen Umständen überhaupt erreicht werden kann.

Wie helfen uns diese grundsätzlichen Überlegungen, das Handeln der Zentralbanken seit Beginn der Finanzkrise einzuordnen? Ich möchte diese Frage zunächst in Bezug auf die Geldpolitik beantworten und dann auf die Finanzstabilität eingehen.

## **Geldpolitische Aspekte**

Ich komme also zunächst auf den Bereich der Geldpolitik zu sprechen. Hier möchte ich insbesondere drei Aspekte beleuchten, die oft zum Anlass genommen werden, um die Unabhängigkeit von Zentralbanken in Frage zu stellen: die unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen, die sich daraus ergebenden grossen Bilanzen der Zentralbanken und die möglichen Nebenwirkungen der geldpolitischen Massnahmen. Bei der Diskussion dieser Kritikpunkte werde ich mich jeweils auf konkrete Schweizer Erfahrungen abstützen.

Nachdem in vielen Ländern wegen der Finanzkrise die Zinsen auf null gesenkt worden waren, war das konventionelle Zinsinstrument ausgeschöpft. Um die Krise weiter zu bekämpfen, gelangten unkonventionelle Massnahmen zum Einsatz. Ein Beispiel hierfür ist die «forward guidance» – also Angaben zum Pfad der zukünftigen kurzfristigen Leitzinsen. Einige Zentralbanken setzten auch das Instrument der quantitativen Lockerung ein, kauften also Wertschriften mit mittleren und langen Laufzeiten.

Haben die Zentralbanken mit dem Umfang und der Ausrichtung der unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen ihr Mandat überschritten? Die Mandate der Zentralbanken sind, wie vorhin ausgeführt, bis zu einem bestimmten Grad bewusst offen formuliert. Es ist nicht realistisch, im Voraus alle möglichen wirtschaftlichen Konstellationen und die dazu passenden Massnahmen zu beschreiben und festzulegen. In jeder neuen Ausgangslage müssen Zentralbanken nach den Grundgedanken des Mandats handeln, Güterabwägungen treffen und schnell reagieren können. All dies hat sich in der Finanzkrise bewährt.

Lassen Sie mich das anhand unserer Erfahrungen illustrieren. Auch in der Schweiz haben wir unkonventionelle geldpolitische Massnahmen getroffen. Trotz mehrerer Zinssenkungen nach Ausbruch der Finanzkrise kam es zu einer starken Aufwertung des Frankens, weil er in Zeiten grosser Unsicherheit als sicherer Hafen gilt. Dies bewirkte eine Straffung der monetären Rahmenbedingungen und war genau das Gegenteil dessen, was angesichts der Deflationsgefahr in der Krise nötig war. Um die Schocks aus dem Ausland zu absorbieren und den Druck auf den Franken zu reduzieren, intervenierte die SNB am Devisenmarkt. In einem weiteren Schritt

legte die SNB im September 2011 einen Mindestkurs von 1.20 gegenüber dem Euro fest. Der Mindestkurs war als temporäres Instrument konzipiert. Eine permanente Anbindung des Frankens an den Euro wäre mit dem Mandat der Nationalbank unvereinbar gewesen. Im Januar 2015 hoben wir den Mindestkurs auf und senkten gleichzeitig den Zins für Sichtguthaben bei der SNB auf  $-0,75\%$ . Seitdem beruht unsere Geldpolitik auf zwei Pfeilern: zum einen auf dem Negativzins, zum anderen auf unserer Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

Eine erste Kritik an der unkonventionellen Geldpolitik in der Schweiz nahm an den Interventionen am Devisenmarkt Anstoss. Die einen machten geltend, die SNB habe eine zu starke Aufwertung des Frankens zugelassen. Die anderen hätten es bevorzugt, wenn wir strikt an flexiblen Wechselkursen festgehalten und auf Massnahmen zu deren Beeinflussung verzichtet hätten. Ich möchte nicht auf jede einzelne Episode im Detail eingehen. Aber lassen Sie mich das Beispiel der Aufhebung des Mindestkurses etwas näher erläutern.

In der zweiten Jahreshälfte 2014 begann der Euro, sich gegenüber allen Währungen rasch und deutlich abzuwerten, weil der Markt immer mehr ein Wertschriftenkaufprogramm der EZB erwartete. Dies war zwar eine Euro-spezifische Entwicklung, aber wegen des Mindestkurses gegenüber dem Euro wertete sich auch der Franken gegenüber wichtigen Währungen ab, insbesondere zum US-Dollar. Die Finanzmärkte erkannten, dass diese Abwertung zu Verzerrungen im Wechselkursgefüge führte, und die Nachfrage nach Franken nahm Anfang 2015 stark zu. Es war absehbar, dass es zur Durchsetzung des Mindestkurses permanente und rasch zunehmende Interventionen brauchen würde. Die Lage hatte sich somit fundamental geändert, und wir mussten unsere Geldpolitik überprüfen.

Was sprach für eine Aufhebung des Mindestkurses? Mit dem raschen Ausstieg konnten wir verhindern, dass sich die Nationalbankbilanz explosionsartig ausdehnte. Ein weiteres Festhalten am Mindestkurs ohne Rücksicht auf die internationalen Veränderungen hätte auch die Glaubwürdigkeit der SNB in Frage gestellt. Angesichts der neuen Konstellation mit einer Euroschwäche auf breiter Front bestand keine Aussicht, den Druck auf den Mindestkurs nachhaltig auffangen zu können, auch nicht mit hohen Interventionen. Der Nutzen der Neuausrichtung der Geldpolitik bestand darin, dass wir damit unsere zukünftige Handlungsfähigkeit bewahren konnten. Die Kosten waren eine sofortige Aufwertung des Frankens sowie eine Phase tieferen Wachstums und negativer Inflation. Diese Kosten wären aber auch dann eingetreten, wenn wir die Aufhebung noch etwas hinausgezögert hätten, und sie wären dann wohl noch höher ausgefallen.

Die Güterabwägung zeigte uns, dass kein Weg an der Aufhebung des Mindestkurses vorbeiführte. Wir mussten deshalb die damit verbundenen kurzfristigen Kosten akzeptieren, um unser Mandat mittel- und langfristig zu erfüllen. Dank unserer Unabhängigkeit waren wir im Stande, rasch auf eine veränderte und äusserst schwierige Situation zu reagieren. Natürlich, und da verheimliche ich Ihnen nichts, brauchte es für diesen Entschluss auch etwas Mut, ist es doch zunächst einmal immer angenehmer, schwierige Entscheide auf die lange Bank zu schieben.



Die weitere Abwertung des Euros gegenüber dem Dollar nach der Aufhebung des Mindestkurses bestätigte, dass unsere Entscheidung richtig war. Mit der Neuausrichtung unserer Politik – dem Negativzins und der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren – haben wir die nachteiligen Auswirkungen der Aufhebung abgedeckt. Die Inflation liegt inzwischen wieder im positiven Bereich. Die Frankenaufwertung von Anfang 2015 bedeutete zwar für viele exportorientierte Unternehmen eine erhebliche, zum Teil schmerzhaft Belastung. Es kam jedoch zu keiner Rezession, und die Arbeitslosigkeit nahm nur vorübergehend leicht zu.

Eine Folge unserer geldpolitischen Massnahmen ist, wie bei anderen Zentralbanken auch, die grosse Zunahme der Bilanzsumme.<sup>5</sup> Deshalb werden Stimmen laut – und dies ist der zweite Aspekt im Bereich der Geldpolitik, in dem die Unabhängigkeit in Frage gestellt wird –, die fordern, dass nicht die Zentralbank, sondern die Politik bestimmen sollte, wie die Aktiven angelegt werden. Im Fall der SNB gibt es eine Fülle von Vorschlägen, zum Beispiel, dass unsere Aktiven in Projekte zur Förderung von Innovation oder der inländischen Infrastruktur investiert werden sollten. Der Verlust der Verfügungsgewalt über die eigenen Aktiven würde aber zwangsläufig zu einer Verpolitisierung der Geldpolitik führen und berührt deshalb die Unabhängigkeit einer Zentralbank im Kern. Die Hoheit über die Geldpolitik und über die eigene Bilanz sind ineinander verzahnt und lassen sich nicht trennen. Die Zentralbank muss für ihre Bilanz eine Struktur wählen können, welche die aktuelle und die künftige Geldpolitik möglichst wenig einschränkt.

Die grosse Bilanz ruft nicht nur in Bezug auf die Anlagepolitik Unmut hervor, sondern auch wegen der starken Schwankungen unserer Jahresergebnisse, führen doch diese unter Umständen zu einem Ausfall der Dividende an die Aktionäre sowie der Ausschüttungen an Bund und Kantone. Auch um dem Druck zu widerstehen, der aus dieser Verbindung von Geldpolitik und Ausschüttungen resultieren kann, ist die Unabhängigkeit der Zentralbank äusserst wichtig. Denn Gewinne und damit verbundene Ausschüttungen dürfen nicht das Ziel der Geldpolitik sein, sie bilden lediglich ein Nebenprodukt.

Ein letzter Aspekt, der dazu führt, dass die Unabhängigkeit der SNB in Frage gestellt wird, sind die möglichen Nebenwirkungen unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen. In der Schweiz wurde vor allem am Negativzins rege Kritik geübt. Die Vorstellung von negativen Nominalzinsen traf zunächst auf Unverständnis, und einige Kritiker befanden, die SNB wäre in ihrer Unabhängigkeit zu weit gegangen. Wir haben grosse Anstrengungen unternommen, die Notwendigkeit des Negativzinses in der Schweiz zu erklären. Wir haben immer wieder darauf hingewiesen, dass der Franken als Anlagewährung ohne den Negativzins im aktuellen globalen Zinsumfeld zu attraktiv wäre und sich erneut aufwerten würde. Nur dank dem Negativzins konnten wir die traditionelle Zinsdifferenz zu anderen Währungen teilweise wiederherstellen.

---

<sup>5</sup> In der Schweiz liessen die Devisenmarktinterventionen die Bilanzsumme der Nationalbank von 110 Mrd. Franken Ende 2006 auf 775 Mrd. Franken Mitte 2017 anwachsen. Damit liegt die Bilanzsumme der SNB heute höher als das nominale Schweizer Bruttoinlandprodukt.

Unsere Erfahrung in diesem Zusammenhang zeigt einmal mehr, wie entscheidend es ist, dass Zentralbanken ihre Geldpolitik und das, was diese erreichen kann, bei jeder Gelegenheit der Öffentlichkeit verständlich erklären. Das gilt nicht nur für eine unkonventionelle Geldpolitik, sondern für alle Tätigkeitsfelder. Nur mit einer vollständigen Rechenschaftsablage kann die Unabhängigkeit legitimiert werden und Bestand haben.

## **Aspekte der Finanzstabilität**

Nun möchte ich mich einem anderen wichtigen Tätigkeitsfeld der Zentralbanken widmen, der Finanzstabilität. Auch hier geht es letztlich um die Frage, ob Zentralbanken bestimmte Aufgaben unabhängig erfüllen sollen und welches Mandat sie dafür erhalten.

Lassen Sie mich zuerst auf die Aufgabenteilung und danach auf die Mandatsformulierung im Bereich der Finanzstabilität wiederum aus einer schweizerischen Sicht eingehen.

Um die Finanzstabilität wirksamer zu sichern, legt man seit der Finanzkrise mehr Gewicht darauf, die Widerstandskraft des Finanzsystems als Ganzes zu stärken und dem Aufbau von systemischen Risiken vorzubeugen. Diese makroprudenzielle Perspektive beruht auf der Einsicht, dass die auf die Einzelbank beschränkte mikroprudenzielle Regulierung nicht ausreicht, um die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes zu garantieren. Auch die Abhängigkeiten zwischen den Banken und ihr prozyklisches Verhalten müssen bei der Ausgestaltung von Massnahmen zur Wahrung der Finanzstabilität berücksichtigt werden.

Aber wie soll die Aufgabenteilung im makroprudenziellen Bereich ausgestaltet sein?

Während die mikroprudenzielle Überwachung klar eine Aufgabe der Bankenaufsicht ist, verlangt die makroprudenzielle Analyse nach einem breiteren, makroökonomischen Blickwinkel. Zentralbanken nehmen diesen Blickwinkel ein und haben daher eine gewisse Übung darin, zyklische Entwicklungen von mittelfristigen Trends zu unterscheiden. Diese Fähigkeit kann bei der Beurteilung, ob sich im Finanzsektor Ungleichgewichte aufbauen, sehr wertvoll sein. Eine Garantie dafür, dass ihre Einschätzung in jedem Fall zutrifft, kann es allerdings nicht geben – auch in dieser Disziplin sind Zentralbanken nicht unfehlbar.

Wie bei der Geldpolitik bestehen im Bereich der Finanzstabilität ebenfalls Anreize, unangenehme Entscheidungen aufzuschieben, kann doch der Einsatz von makroprudenziellen Instrumenten unpopulär sein. So ist es beispielsweise denkbar, dass Massnahmen, die eine übermässige Kreditaufnahme für den Immobilienerwerb erschweren sollen, von einer breiten Allianz aus Banken, Immobilienmaklern, Bauindustrie, Hauseigentümern und potenziellen Käufern bekämpft würden. Die Gefahr, dass grundsätzlich notwendige Massnahmen nicht oder zu spät getroffen werden, legt nahe, makroprudenzielle Aufgaben bei einer unabhängigen Institution anzusiedeln.

Gegen die vollständige Übertragung der Verantwortung für makroprudenzielle Instrumente an die Zentralbank sprechen allerdings die teilweise starken Verteilungswirkungen dieser Massnahmen. Im Unterschied zur Geldpolitik sind makroprudenzielle Instrumente zuweilen auf

spezifische Sektoren und Gruppen ausgerichtet. Denken Sie zum Beispiel an Verschuldungsgrenzen für private Haushalte. Solche Massnahmen haben auch fiskalpolitischen Charakter und benötigen eine demokratische Legitimation. Wären die Zentralbanken hierfür alleine zuständig, würde die fehlende demokratische Legitimation ihre Unabhängigkeit mittelfristig in Frage stellen. Deshalb sollte die Regierung bei der Festlegung des Rahmens für solche Massnahmen eine Schlüsselrolle spielen.

In der Realität sind im Bereich der Finanzstabilität denn auch vielfach mehrere Akteure involviert. Neben der Zentralbank sind dies in der Regel die Finanzmarktaufsicht und die Regierung, meistens vertreten durch das Finanzministerium. In der Schweiz hat sich der Gesetzgeber für eine Aufgabenteilung zwischen der Regierung, der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA und der SNB entschieden. Explizit ist die Nationalbank einerseits für die Beurteilung der Systemrelevanz von Banken und Finanzmarktinfrastrukturen zuständig. Andererseits spielt sie eine wichtige Rolle bei der Einführung und Anpassung von Massnahmen, die zyklische Risiken begrenzen sollen. Eine solche Massnahme ist der antizyklische Kapitalpuffer, der im Jahr 2012 eingeführt wurde und seit 2013 auch aktiviert ist. Er verpflichtet die Banken, ihr Eigenkapital schrittweise aufzustocken, wenn sich Fehlentwicklungen am Kreditmarkt abzeichnen. Wenn die SNB die Anpassung des Puffers für nötig erachtet, stellt sie nach einer Konsultation der FINMA einen entsprechenden Antrag an die Regierung. Es sind also alle drei Institutionen involviert, wobei die Initiative für den Einsatz dieses Instruments von der SNB ausgeht.

Da im Bereich der Finanzstabilität verschiedene Akteure beteiligt sind, müssen die jeweiligen Aufgaben möglichst klar und eindeutig zugeteilt werden. Ist die Abgrenzung diffus, besteht die Gefahr, dass in einer Krisensituation – wenn andere Institutionen nicht aktiv werden können oder wollen – der Druck auf eine Zentralbank immer grösser wird. Sie sähe sich dann möglicherweise dazu gezwungen, Massnahmen zu ergreifen, für die eigentlich andere Akteure die Verantwortung tragen sollten.

In der Schweiz wurde im Jahr 2012 vom Parlament ein «Too big to fail»-Gesetz verabschiedet, das diese Problematik entschärft. Mit diesem Gesetz soll verhindert werden, dass systemrelevante Finanzinstitute im Krisenfall gerettet werden müssen. Denn Rettungsaktionen für Banken, wie sie im Laufe der Finanzkrise gehäuft vorkamen, stellen eine latente Bedrohung für die Unabhängigkeit der Zentralbank dar. Vielleicht wird die Zentralbank zunächst als Retterin in der Not gesehen. Sobald sich die Lage aber beruhigt hat, taucht in der Regel die Frage auf, ob die Zentralbank nicht zu weit gegangen ist und ihre Kompetenzen überschritten hat.

Das bringt mich zum zweiten Aspekt, nämlich der Schwierigkeit im Bereich der Finanzstabilität ein griffiges Mandat zu formulieren. Wie bei der Geldpolitik geht es darum, das Mandat so zu formulieren, dass sowohl die Zentralbank als auch die Öffentlichkeit Bescheid wissen, nach welchen Prinzipien gehandelt werden soll. Die Grundgedanken, an denen sich die Zentralbank orientiert, müssen unmissverständlich sein. Wiederum analog zur Geldpolitik ist es aber unmöglich, konkrete Handlungsanweisungen für jede Situation zu erteilen. Denn man

kann künftige Finanzkrisen nicht vorhersagen und auch nicht die jeweils passenden Massnahmen im Voraus festlegen.

Bei der Mandatsformulierung im Bereich der Finanzstabilität muss zudem die Gefahr eines Zielkonfliktes zum Mandat der Preisstabilität berücksichtigt werden. So können Zentralbanken in eine Lage geraten, in der das Mandat der Preisstabilität und dasjenige der Finanzstabilität gegenläufige Massnahmen erfordern. Zielkonflikte können also dazu führen, dass Zentralbanken nicht mehr im Stande sind, alle ihr auferlegten Ziele zu erfüllen. Dies könnte darin münden, dass die Unabhängigkeit der Zentralbanken in Frage gestellt wird. Deshalb genügt es nicht, wenn die Grundgedanken der Zentralbankmandate eindeutig formuliert sind. Es muss auch ersichtlich sein, welche Zielsetzung priorisiert wird.

In der Schweiz hat der Gesetzgeber klare Prioritäten festgelegt. Das Mandat der Preisstabilität hat Vorrang vor demjenigen der Finanzstabilität. Diese Regelung ist sinnvoll und hilft der SNB im Fall eines Zielkonfliktes, die notwendigen Güterabwägungen und Entscheidungen zu treffen.

Als Gegengewicht zur Unabhängigkeit und zum allgemein formulierten Mandat muss auch im Bereich der Finanzstabilität Rechenschaft abgelegt werden. Dies ist eine spezielle Herausforderung, ist doch das Ziel Finanzstabilität schlechter fassbar als das Ziel Preisstabilität. Während die Diskussion über die Höhe der Inflation und die Erklärung der entsprechenden Treiber grundsätzlich relativ leicht zugänglich ist, ist weniger klar, wann Finanzstabilität erreicht ist. Besteht Finanzstabilität, wenn Bankenkrisen ausbleiben? Oder wie kann beurteilt werden, ob die ergriffenen makroprudenziellen Massnahmen wirksam und angebracht sind?

Es gibt darauf keine einfachen Antworten. Das Beste, was Zentralbanken tun können, ist, ihre Einschätzung der Lage und Risiken so genau wie möglich darzulegen und die Güterabwägungen, die sie beim Entscheid über den Einsatz makroprudenzieller Massnahmen vornehmen, offenzulegen. In der Schweiz erörtern wir unsere Politik im Bereich der Finanzstabilität zum einen im Rahmen der allgemeinen Rechenschaftsablage. Zum anderen veröffentlichen wir jährlich einen separaten Bericht zur Finanzstabilität, in dem wir die Widerstandskraft des Schweizer Bankensystems beurteilen, Empfehlungen abgeben und ergriffene Massnahmen erläutern.

## **Wie kann Zentralbankunabhängigkeit weiter gesichert werden?**

Anhand der Erfahrungen in der Schweiz habe ich Ihnen gezeigt, wie sich die öffentliche Wahrnehmung der Unabhängigkeit der Zentralbanken seit der Finanzkrise verändert hat. Unsere Erfahrungen stärken meine Überzeugung, dass die Unabhängigkeit der Zentralbanken weiterhin sinnvoll und nötig ist. Ihrem Mandat, die Preisstabilität zu gewährleisten und zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen, können Zentralbanken am besten gerecht werden, wenn sie vor politischem Druck geschützt sind, und dazu braucht es Unabhängigkeit.

Gleichzeitig wird an der Unabhängigkeit immer wieder Kritik aufkommen. Die Unabhängigkeit der Zentralbanken ist nicht naturgegeben. Sie darf und kann daher grundsätzlich auch immer wieder in Frage gestellt werden. Bestand wird sie nur haben, solange Bevölkerung und Politik von ihren Vorteilen überzeugt sind und das Vertrauen haben, dass die Zentralbanken verantwortungsvoll mit der ihr übertragenen Macht umgehen. Unabhängigkeit muss daher immer wieder neu verdient werden.

Was können Zentralbanken tun, um ihre Unabhängigkeit zu verdienen? Zuallererst müssen sie die Gesellschaft davon überzeugen, dass dieses Arrangement längerfristig für alle vorteilhaft ist. Dafür muss eine Zentralbank alles daransetzen, das ihr auferlegte Mandat so gut wie möglich, nach bestem Wissen und Gewissen, zu erfüllen. Das Vertrauen in eine unabhängige Zentralbank kann vor allem dadurch gefestigt werden, dass sie das erreicht, wozu sie beauftragt wurde. Dabei sollte sie aber die Verhältnismässigkeit wahren. Deshalb ist es wichtig, bei jeder Entscheidung eine umfassende Güterabwägung aus einer langfristigen Perspektive vorzunehmen. Nicht jede kurzfristige Zielabweichung rechtfertigt Aktivismus.

Als Gegengewicht zur Unabhängigkeit ist es entscheidend, dass die Zentralbank umfassend Rechenschaft ablegt über ihre Handlungen, deren Motivation und die Ergebnisse. Es muss immer wieder genau erläutert werden, wie ergriffene Massnahmen zur Mandatserfüllung beitragen. Es muss aber auch deutlich gemacht werden, was unter den gegebenen Umständen überhaupt erreicht werden kann und zu welchen Kosten.

Eine Zentralbank muss sich deshalb über ihre Möglichkeiten im Klaren sein. Der sorgfältige Umgang mit Verantwortung bedingt, dass wir uns unserer Grenzen bewusst sind. Eine Anhäufung von Aufgaben ist zu vermeiden. Nur weil eine Zentralbank grundsätzlich in der Lage wäre, eine Aufgabe zusätzlich zu übernehmen, heisst dies nicht, dass sie dies auch tun sollte. Auch soll und darf die Geldpolitik das Handeln in anderen Politikbereichen nicht ersetzen. Die Zuweisung von Aufgaben ausserhalb der Kernkompetenz einer Zentralbank mag in der kurzen Frist reizvoll erscheinen. Mittel- und langfristig hat die Übernahme zusätzlicher Aufgaben jedoch das Potenzial, die Unabhängigkeit der Zentralbank zu gefährden.

Und damit möchte ich schliessen: Die Unabhängigkeit von Zentralbanken ist nur ein Mittel zur Erreichung eines höheren Zwecks. Solange sie für die jeweilige Gesellschaft vorteilhaft ist und dies deutlich gemacht werden kann, wird eine breite Akzeptanz für eine unabhängige Zentralbank vorhanden sein. Dazu müssen die Zentralbanken auch die Bedeutung der Unabhängigkeit für die Mandatserfüllung realistisch und verständlich darstellen. So können wir helfen, die Unabhängigkeit im Interesse aller zu erhalten.