

SYSTEMSTABILITÄT UND GELDPOLITIK

Niklaus Blattner

Vizepräsident des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank

Vorlesung "Geld, Kredit und Banken"

Prof. Dr. E. Baltensperger

Universität Bern

Dienstag, 31. Januar 2006

1. Einleitung*

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) setzt sich seit einigen Jahren intensiv mit den Wechselwirkungen zwischen der Systemstabilität und der Geldpolitik auseinander. Die vorliegende Arbeit dient der Standortbestimmung. Sie zeigt, wie fruchtbar diese Auseinandersetzung ist, aber auch, dass die Umsetzung der gewonnenen Erkenntnisse und deren Weiterentwicklung noch keineswegs abgeschlossen sind.

Die Standortbestimmung ist wie folgt aufgebaut: Als erstes ist eine Klärung der begrifflichen Zusammenhänge zwischen Systemstabilität und Geldpolitik unumgänglich. Als zweites wird ein Blick auf die internationale Diskussion geworfen. Drittens wird gezeigt, wie die SNB die praktische Versorgung der Volkswirtschaft mit Liquidität sicherstellt. Viertens werden die der Liquiditätsversorgung vorgelagerten Aktivitäten der SNB besprochen. Sie dienen der Schaffung und Erhaltung der Voraussetzungen für eine erfolgreiche Liquiditätsversorgung. In einem fünften Schritt wird die Wünschbarkeit des Einbezugs von Erwägungen zur Systemstabilität in die geldpolitische Entscheidungsfindung erörtert. Die Arbeit endet, sechstens, mit einer Darstellung des aktuellen Stands der Dinge auf der Stufe der Geldpolitik und mit Hinweisen auf weitere Herausforderungen.

2. Begriffliche Zusammenhänge zwischen Systemstabilität und Geldpolitik

Die Kernaufgabe einer Zentralbank ist die Versorgung der Volkswirtschaft mit Zentralbankgeld. Dieses umfasst den Notenumlauf und die Sichtguthaben der Geschäftsbanken. Auf den Sichtguthaben fusst die Geldschöpfung der Banken. Die Versorgung einer Volkswirtschaft mit Liquidität bzw. mit einer ausreichenden Menge eines allgemein anerkannten Tausch-, Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittels (Geld) ist eine unerlässliche Voraussetzung für eine funktionierende Geldwirtschaft.

Die Liquiditätsversorgung richtet sich nach zwei Zielen. Das erste besteht in deren Zuverlässigkeit und Effizienz. Das zweite Ziel ist die Gewährleistung der Preisstabilität, in der Schweiz unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung. Verkürzt ausgedrückt: Während sich das erste Ziel auf das "Wie" der Liquiditätsversorgung bezieht, betrifft das zweite das "Wieviel".

* Der Autor verdankt die wertvolle Unterstützung, die er anlässlich der Ausarbeitung des Manuskripts seitens folgender Kollegen im II. Departement erfahren hat: Dr. Thomas Wiedmer, Dr. Daniel Heller, Dr. Bertrand Rime und Pierre Monnin.

Der Zuverlässigkeit und Effizienz der Liquiditätsversorgung dienen zwei Arten von Instrumenten. Der praktischen Liquiditätsversorgung dienen die Geldmarktoperationen, die Mitwirkung an den Systemen des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, die Gewährleistung der Bargeldversorgung und die Funktion des "Lender of last resort" (LOLR). Hinzu kommen die Beiträge der Zentralbank zur Stabilität des Finanzsystems. Damit schafft sie die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Liquiditätsversorgung. Zu nennen sind die Beobachtung und Analyse der Entwicklung des Finanzsystems, die Regulierung und Überwachung der Zahlungs- und Abwicklungssysteme, die Förderung der Krisenresistenz dieser Systeme und die Zusammenarbeit insbesondere mit den für die Bankenaufsicht zuständigen Instanzen.

Dem Ziel der Preisstabilität sind die Instrumente der Geldpolitik zugeordnet, d.h. im Fall der Schweiz die Beobachtung und Analyse der volkswirtschaftlichen Entwicklung, die Inflationsprognose und die auf die Gewährleistung der Geldwertstabilität ausgerichtete Zinspolitik.

Zwischen den zwei Zielen bestehen Querbeziehungen. So wird die Wirksamkeit der Instrumente der Geldpolitik durch eine mangelhafte Versorgung der Volkswirtschaft mit Liquidität eingeschränkt. Schlecht funktionierende Geldmärkte, Banken-, Zahlungs- und Abwicklungssysteme erschweren die Geldpolitik. Oder: Funktionstüchtige Geldmärkte, eine intakte Infrastruktur von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen und ein stabiles Bankensystem machen eine erfolgreiche Geldpolitik überhaupt erst möglich. Somit ist die Zentralbank gehalten, sich im Interesse der Geldpolitik für die Stabilität des Finanzsystems einzusetzen.

Die Querbeziehung zwischen den zwei Zielen hat noch eine weitere Folge. Anlässlich der Festlegung der Geldpolitik ist auf den Zustand der Liquiditätsversorgung und auf die Stabilität des Finanzsystems Rücksicht zu nehmen. Andernfalls sind Überraschungen bzw. Enttäuschungen unvermeidlich.

Ein Finanzsystem ist stabil, wenn es in der Lage ist, nach einer Störung die Liquiditätsversorgung der Volkswirtschaft so wieder herzustellen, dass die Geldwirtschaft weder massgeblich noch anhaltend in ihrer Funktionsweise behindert wird.

3. Querbeziehungen zwischen Systemstabilität und Geldpolitik: Die internationale Diskussion

Die Zusammenhänge zwischen der Stabilität des Finanzsystems (auch Systemstabilität oder Finanzstabilität) und der Geldpolitik schlugen sich im jüngsten Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ 2005) prominent nieder. Besonders hervorzuheben sind, im Sinne einer Auswahl, die dem Jahresbericht vorausgehenden Arbeiten von White (2004), Borio, White (2004) und White (2006).

Diese Dokumente behandeln nicht bloss die Zusammenhänge zwischen der Systemstabilität und der Geldpolitik, sondern nicht zuletzt auch die Frage, ob die vermehrte Prozyklizität im Finanzsystem nach einem neuen Rahmen für die makroökonomische Stabilisierungspolitik verlangt (White 2006). Zusätzlich zur Geldpolitik finden in diesem Rahmen grundsätzlich alle wirtschaftspolitischen Disziplinen zusammen, welche zur Stabilisierung des makroökonomischen Umfelds beitragen, also auch die Währungspolitik, die Gestaltung der internationalen Finanzmarktarchitektur, die Aussenwirtschaftspolitik und die Finanzpolitik. In der Folge stehen die Beziehungen zwischen der Systemstabilität und der Geldpolitik weiterhin im Zentrum.

White (2006, S. 3) charakterisiert die Prozyklizität im Finanzsystem wie folgt: "But perhaps the single most remarkable development in financial markets over the last few decades has been the prominence of credit and asset price booms and busts, often associated with rapid rates of growth of real fixed investment." Diese Prozyklizität bzw. Verletzlichkeit führt White (2004) auf eine Reihe von strukturellen Entwicklungen im Finanzsystem zurück.

Der Wandel der Finanzmärkte ist (White 2004, S. 2) vor allem von folgenden Kräften gesteuert: Technologie, Deregulierung, Auswirkungen der Bevölkerungsentwicklung auf das Sparverhalten und veränderte Haltung gegenüber dem „shareholder value“. Diese Kräfte schlugen sich nieder in einer Disintermediation der Kreditmärkte („marketisation“), in einer wachsenden Integration der nationalen und internationalen Finanzmärkte („globalisation“) und in einer Konsolidierung („consolidation“) der Finanzdienstleistungsanbieter in Form von Konzentration und begleitet von zunehmend sektorübergreifenden Dienstleistungsangeboten.

Die beobachtete Verletzlichkeit der nationalen und internationalen Finanzsysteme wird auf folgende Problemtypen zurückgeführt (White 2004, S. 4): Operationelle Schwierigkeiten, Insolvenzen, welche Finanzinstitutionen und Zahlungssysteme kurzfristig bedrohen, kurzfristige Preisvolatilitäten, welche die Finanzmärkte destabilisieren, mittelfristig anhaltende,

fehlerhafte Preisbildung, die zu Blasen und deren gelegentlichem Platzen führen und Ansteckungsprozesse über Märkte und Länder hinweg.¹

Mit diesen Entwicklungen ist ein wachsender Einsatz behördlicher Sicherheitsnetze einhergegangen. Dieser wird mit Marktversagen begründet, das darin besteht, dass die Finanzmärkte die Kosten von Finanzkrisen aufgrund von Externalitäten unterbewerten (White 2004, S. 7).²

Die Interventionsinstrumente, auf welchen die behördlichen Sicherheitsnetze aufbauen, sind auf der Mikroebene die Einlagenversicherung, öffentliche Garantien, das LOLR und der behördliche Eingriff zwecks Lösung existenzieller Probleme eines Finanzdienstleistungsanbieters durch Restrukturierung („exit policies“). Auf der Makroebene sind die Interventionsinstrumente die Lockerung der Liquiditätsversorgung und die Kredite des Internationalen Währungsfonds (IWF). - Diese Interventionsinstrumente charakterisiert White (2004, S. 8-12) zutreffend wie folgt.

Die überwiegend positive Beurteilung der Einlagenversicherung seitens der Behörden gründet vor allem in der vorbeugenden Wirkung der Versicherung gegen Bankenstürme. Ihre Existenz vermindert den Druck auf die Behörden, Banken in Not beizustehen.

Öffentliche Garantien haben eine lange Tradition und werden auf unterschiedliche Argumente gestützt. Diese sind nicht unmittelbar mit der Krisenprävention verbunden, sondern verkörpern längerfristige Anliegen. Garantierte, d.h. sichere Banken fördern das Sparen. Oder es wird behauptet, dass öffentliche Garantien eine volkswirtschaftlich angemessene Kreditvergabe z.B. an Landwirte, Kleine und mittlere Unternehmen (KMU), Hypothekarschuldner usw. überhaupt erst ermögliche.

Beim LOLR handelt es sich um den Einschuss von Liquidität in ein einzelnes Finanzinstitut. Das Instrument stammt aus dem 19. Jahrhundert. Im Vordergrund steht der Schutz der Banken gegen Liquiditätsrisiken zwecks Aufrechterhaltung des Zahlungsverkehrs. Während klassische Bankenstürme praktisch nicht mehr vorkommen, wurden Fälle von LOLR in jüngerer Zeit vor allem durch operationelle Krisen ausgelöst (1985, BONY³, 22 Mrd. USD, FRBNY⁴, als Folge einer Computerpanne; September 11,

¹ Für alle diese Problemtypen gibt White (2004, S. 4-7) Beispiele. Diese sind aufschlussreich, weil die Entwicklung und Anwendung der behördlichen Sicherheitsnetze erfahrungsgemäss von Einzelereignissen getrieben wird.

² Hoggarth, Saporta (2001) beziffern die mittleren Kosten einer Bankenkrise auf 15 - 20% des Bruttoinlandprodukts (BIP). Haldane, Saporta, Hall, Tanaka (2004) schätzen, dass eine unerwartete Einbusse an Eigenkapital im englischen Bankensektor um 1% zu einer Reduktion des BIP um 0,1% führt.

³ BONY steht für Bank of New York.

⁴ FRBNY steht für Federal Reserve Bank of New York.

2001, FRBNY, LOLR in Verbindung mit einer vorübergehenden, allgemeinen Lockerung der Liquiditätsversorgung).

Behördliche Restrukturierungen („exit policies“) sind seit der Herstatt-Krise (1974) häufiger geworden. Dies ist auf die Vorteile eines raschen und klaren Handelns in der Krise zurückzuführen. Verzögerungen im Einzelfall erhöhen die Wahrscheinlichkeit von Systemkrisen.⁵

Die vorübergehende, allgemeine Ausweitung der Liquidität durch die Zentralbank ist ein Makroinstrument und dient der Aufrechterhaltung der Liquidität im Krisenfall. Entweder geht es darum, einen plötzlichen Zinsanstieg zu verhindern oder darum, die monetären Bedingungen vorübergehend zu lockern. Nicht immer sind solche kurzfristigen Aktionen von den längerfristigen Aktionen der Geldpolitik abzugrenzen.⁶

Die IWF-Kredite, ebenfalls ein Makroinstrument, dienten bis zum Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems der Aufrechterhaltung der stufenflexiblen Wechselkurse, d.h. makroökonomischen bzw. währungspolitischen Zielen. Seither ist die Abschirmung der Empfängerländer gegen die Kosten von Marktlösungen hinzu gekommen. Entwicklungs- und Schuldenkrisen sind typischerweise Finanzkrisen. Deren Bekämpfung gehört zu den Aufgaben des IWF. Mittels der Konditionalität versucht dieser, den fehlerhaften Einsatz der Mittel zu beschränken. Noch ist unklar, ob der IWF auf diesem Weg in Zukunft erfolgreicher werden wird.

Welche Beziehungen bestehen zwischen dem Wandel der Finanzmärkte und dem Einsatz der Sicherheitsnetze? Dazu ist Gegensätzliches festzustellen. Einerseits haben sich die Finanzmärkte während der letzten Jahre als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen (White 2004, S. 13). Vor allem in den USA wird dies der Disintermediation und der erneuerten Finanztechnologie zugeschrieben. Die Refinanzierung kann über verschiedene Quellen erfolgen. Die Haushalte sind in der Lage, ihre Kreditbedürfnisse auch über die

⁵ Die empirische Wirksamkeit solcher Interventionen ist nicht unbestritten. Doch gibt es zweifellos Fälle, in welchen ein allfälliges „Retten“ einer notleidenden Institution durch den Einschuss von öffentlichen Mitteln teurer als der Exit kommt.

⁶ Eindeutige Beispiele sind Y2K und der 11. September 2001. Andere Beispiele sind weniger eindeutig. Die US-Geldpolitik war zu Beginn der neunziger Jahre deutlich expansiver als die Taylor-Regel dies verlangt hätte. Die Rekapitalisierung des schwächelnden US-Bankensystems wurde dadurch erleichtert. Dann, 1997, wurde auf eine Verschärfung des geldpolitischen Kurses verzichtet, obgleich das Nachfragewachstum eigentlich eher dafür sprach. Hintergrund war die asiatische Banken- und Währungskrise. 1998 wurden die Zinsen in Reaktion auf das russische Schuldenmoratorium und auf die Krise des Hedge funds Long Term Capital Management (LTCM) gesenkt. 2001 wurden die Zinsen erneut deutlicher gesenkt als dies die Taylor-Regel hätte erwarten lassen. Ein Zusammenhang mit dem Einbruch der Technologiebörse Nasdaq ist nicht auszuschließen. Andererseits gab es jeweils immer auch traditionelle makroökonomische Argumente für den Expansionspfad der US-Geldpolitik (geringe Inflation, positive Angebotschocks). Immerhin ist es sicher nicht falsch festzustellen, dass in diesen Jahren Überlegungen zur Systemstabilität die Geldpolitik mindestens ergänzend mitbestimmten.

Wertsteigerung des Immobilienvermögens zu decken. Die Risiken können auf jene Marktteilnehmer umgelegt werden, die sie besser tragen können. Die Rolle der Banken hat an Bedeutung verloren. Gerade sie waren es, die bisher am meisten auf die Sicherheitsnetze angewiesen waren. Selbst die Bedeutung der Einlageversicherung hat abgenommen, da effizientere Märkte weniger Schwächen in der Liquiditätsversorgung zeigen.

Andererseits ist nicht von der Hand zu weisen, dass geringere Kosten der Risikonaahme die Nachfrage nach Risiko erhöhen können. Die Verschuldung nimmt zu. Der Optimismus sowohl der Investoren als auch der Konsumenten kann sich als übermässig erweisen. Die Wirkung des Risikotransfers hängt davon ab, ob die Preisbildung der transferierten Risiken angemessen ist. Verschiedentlich wurde befürchtet, dass z.B. die Versicherer, welche vor allem als neue Risikonehmer auftraten, dadurch auch überfordert werden könnten.

Es ist eine Tatsache: Auch hochentwickelte Märkte können versagen, d.h., es kann vorkommen, dass vorher noch reichlich vorhandene Marktliquidität plötzlich verschwindet. White (2004, S. 14) nennt die LTCM-Krise⁷. Gegenparteiisiken, Marktrisiken und Liquiditätsrisiken sind unter Umständen stark korreliert. Die Banken, welche heute vermehrt von der Refinanzierung und der Liquiditätssteuerung über die Finanzmärkte Gebrauch machen, sind dann, wenn diese Märkte einbrechen, davon selbst betroffen und somit weniger in der Lage, eine stabilisierende Rolle im Finanzsystem zu spielen. Dies begünstigt ein Ausbreiten von Systemkrisen.

Gleichzeitig sind die Möglichkeiten des Einsatzes der mikroökonomischen Sicherheitsnetze bescheidener geworden. Dafür verantwortlich sind einerseits die internationale Integration der Märkte und andererseits die Konsolidierung der Finanzdienstleister. International tätige Banken werfen nicht nur ernsthafte Probleme in der Anwendung von Einlagenversicherungen auf. Auch die übrigen Instrumente, d.h. jene der öffentlichen Garantien, des LOLR und der behördlichen Restrukturierung werden umso schwieriger einsetzbar, je internationaler, komplexer und grösser ein notleidendes Institut ist. Diese Feststellung ist umso bemerkenswerter, als gerade solche Institute dann, wenn sie die ihnen eigene, besonders hohe Widerstandsfähigkeit ausgeschöpft haben, ein hohes Potenzial zur Destabilisierung der Finanzsysteme verkörpern.

⁷ LTCM steht für den Hedge fund Long Term Capital Management.

White (2004, S. 16-7) erwartet, dass unter solchen Umständen die makroökonomischen Sicherheitsnetze, d.h. die Lockerung der Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken und die IWF-Kredite an Bedeutung gewinnen.

Insgesamt vermutet White (2004, S. 18), dass sich die Verhaltensrisiken („moral hazard“) erhöht haben. Sowohl die Mikro- als auch die Makroinstrumente bewirken eine Subventionierung der Risikoprävention und erhöhen mithin die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen.⁸

Vor dem Hintergrund der geschilderten institutionellen und wirtschaftlichen Entwicklungen verknüpfen Borio, White (2004) die Systemstabilität mit der Geldpolitik. Borio, White (2004, S. 1) schlüpfen in das Gewand Shakespeares und kennzeichnen die Phasen der Wirtschaftsgeschichte durch ihre „Schurken“ und „Helden“ sowie durch „bestimmende Momente“. Nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems kam es zu einer langen Periode der Inflation in vielen Ländern. Der „bestimmende Augenblick“ war das Ende der siebziger Jahre, als es der US-Notenbank gelang (Paul A. Volcker war der „Held“), dem „Schurken“, d.h. der Inflation, das Genick zu brechen. Gleichzeitig und für die Autoren paradoxerweise, betrat in den achtziger Jahren ein neuer „Schurke“ die Bühne, und zwar sowohl auf den Märkten der Industrieländer als auch auf jenen der sog. „emerging economies“: Episoden der Instabilität der Finanzmärkte, die mit hohen makroökonomischen Kosten verbunden waren, begannen sich zu häufen.

Paradox erscheint dies den Autoren deshalb, weil doch eigentlich hätte erwartet werden dürfen, dass mit der Preisstabilität auch eine grössere Stabilität der Finanzmärkte hätte einhergehen sollen.⁹

Dieses Paradoxon erklären die Autoren mit der folgenden allgemeinen These: Die Kombination einer glaubwürdigen und wirksamen Preisstabilisierung durch die Zentralbanken mit einer weitreichenden Liberalisierung der Finanzmärkte veränderte die

⁸ Allerdings gibt White auch zu, dass ein abschliessendes Urteil noch nicht gefällt werden kann. Voraussetzung wäre entweder der empirische Nachweis, dass die Finanzmärkte effizient sind und daher durch den Einsatz von Sicherheitsnetzen verzerrt würden. Oder es müsste belegt werden, dass die Finanzmärkte ineffizient sind und dass der Einsatz der Sicherheitsnetze deren Ergebnis noch verschlechtert. Vorläufig liegt solche Evidenz nur in Bruchstücken vor.

⁹ Gemäss einer sog. orthodoxen neoklassischen Interpretation der stilisierten Fakten gibt es das von den Autoren identifizierte Paradoxon gemäss deren eigener Darstellung nicht. Die jüngeren Finanzkrisen erscheinen aus orthodoxer Perspektive weniger als ein strukturelles Problem denn als Folge von zeitlich befristeten, ganz normalen Übergangsschwierigkeiten. Inflation bewirkt Allokationsverzerrungen. Fällt sie weg, sind Korrekturen unumgänglich. Hinzu kommen die Auswirkungen der Deregulierung der Finanzmärkte und des verschärften Wettbewerbs als Resultat der internationalen Integration der Märkte und des technischen Wandels. Die bisherige Position der Autoren erscheint in diesem Licht als Schwarzmalerei infolge eines Mangels an Geduld. Die Autoren betonen fairerweise, dass es heute noch nicht möglich sei, eine solche orthodoxe Interpretation empirisch zu verwerfen. Doch wären die Konsequenzen einer allfälligen Falsifikation der orthodoxen Interpretation so einschneidend, dass ihnen die Entwicklung einer Alternative als gerechtfertigt erscheint.

Dynamik der Wirtschaftsprozesse und stellte die Zentralbanken schliesslich vor grosse Herausforderungen.

Borio, White (2004) schildern folgenden typischen Prozess. Wachstumsprozesse beginnen, nachdem sich auf der Angebotsseite die Chancen verbessert haben. Eine naheliegende Ursache dafür sind Produktivitätssteigerungen. Auch günstigere politische Rahmenbedingungen können eine Rolle spielen, besonders in „emerging economies“. Solche Faktoren wirken Preissteigerungen entgegen. Auch steigende Preise der Finanz- und Immobilienanlagen können die Preisentwicklung dämpfen. Buchgewinne können die Unternehmen veranlassen, aggressivere Preisstrategien zu verfolgen. Pensionskassenüberschüsse wirken gleich. Höhere Renditen stimulieren die Kapitalakkumulation und treiben die Produktivität weiter in die Höhe.

Das glaubwürdige „commitment“ der Zentralbanken zugunsten der Preisstabilität trägt auch dazu bei, dass es länger dauert, bis reale Knappheiten auf den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten in Inflation umschlagen. Glaubwürdige Zentralbanken verlängern die Aufschwungserwartungen dadurch, dass die Wirtschaftssubjekte die Möglichkeit einer geldpolitischen Korrektur weit in die Zukunft hinausschieben.

In dieser Argumentation ist das Schlüsselkonzept die „Elastizität“ wirtschaftlicher Systeme, wobei dieser Begriff negativ besetzt ist. Mit Elastizität bezeichnen die Autoren einen Prozess, in welchem sich finanzielle Ungleichgewichte aufbauen, durch endogene Korrekturen nur ungenügend kontrolliert werden und schliesslich in kostspielige Instabilität einmünden. Die Wirksamkeit der endogenen Korrekturmechanismen wird durch die jeweiligen mikro- und makroökonomischen Politikregimes bestimmt.

Die konkretisierte These lautet: Eine Geldpolitik, welche ausschliesslich auf die kürzerfristigen Gefahren für die Preisstabilität reagiert, fördert in der Verbindung mit der Liberalisierung die Elastizität der Finanzsysteme. Dazu gehört das folgende, konkretisierte Postulat: Nur indem die Geldpolitik auch auf sich aufbauende Ungleichgewichte in den Finanzmärkten reagiert, kann die Elastizität eingeschränkt werden. Und dies heisst, dass die Geldpolitik auf den Einsatz der sog. makro- und mikroprudentiellen Instrumente abgestimmt werden muss.¹⁰

¹⁰ Führt man das anregende Geschichtsbild der Autoren fort, kann man sagen: Der „Schurke“ ist die Missachtung der Folgen der Liberalisierung der Finanzmärkte durch die Geldpolitik. Der „bestimmende Moment“ ist die Gegenwart. Die „Helden“ sind die Reformer der Geldpolitik, welche deren Abstimmung auf den Einsatz der mikro- und makroprudentiellen Instrumente durchsetzen.

Eine erste Umsetzung dieser Überlegung bezieht sich auf die Geldpolitik. Übertragen auf eine Zentralbank, die ihre Geldpolitik nach Inflationsprognosen ausrichtet, folgt, dass sie ihre Inflationsmodelle daraufhin überprüfen muss, ob sie die in die Elastizität der Finanzsysteme mündenden Zusammenhänge ausreichend abbilden. Bisher werden häufig relativ kurzfristige Schocks modelliert, nach welchen die Wirtschaft jeweils wieder rasch ins Gleichgewicht zurückfindet. Die von Borio, White (2004) geschilderten Prozesse sind demgegenüber durch endogene, sich selbst verlängernde Sequenzen gekennzeichnet. Nicht-Linearitäten spielen eine Rolle.¹¹ Auch geht es nicht mehr so sehr um flexible oder fixe Preise, sondern um fehlerhafte Risikobeurteilungen im Zeitverlauf, welche die Konsum- und Investitionsentscheidungen verzerren und in finanzielle Ungleichgewichte der Unternehmen und Haushalte einmünden.

Ein zweites Postulat verlangt die Verknüpfung der makro- mit den mikroprudentiellen Instrumente der Stabilisierungspolitik. Es folgt aus der grundlegenden Einsicht, dass die geldpolitischen Behörden und die Finanzmarktaufsicht nicht bloss im Krisenmanagement eng zusammenarbeiten müssen, sondern bereits während der Phase der Prävention (Borio, White, 2004, S. 25-32).

Konkret bedeutet dies: In der bisherigen Praxis konzentrieren sich die Aufsichtsbehörden auf die Insolvenzprävention der einzelnen Finanzinstitute (Institutsaufsicht). Diese mikroprudentielle Aufgabe bleibt selbstverständlich wichtig. Doch genügt sie nicht, um einer übermässigen Flexibilität im Finanzsystem einen Riegel zu schieben. Gegensteuer lässt sich hier nur in Form von makroprudentieller Überwachung geben.

Die Aufgabe der makroprudentiellen Überwachung wird nach Auffassung der Autoren bisher praktisch nirgends ausreichend wahrgenommen. Basel II setzt diesbezüglich zwar nützliche Akzente, insofern durch Säule 1 (Eigenkapital) das Risikomanagement der Banken gestärkt wird. Auch Säule 2 (Aufsicht) und die Säule 3 (Marktdisziplin) leisten einen Beitrag. Doch bleibt die Unsicherheit über die prozyklische Wirkung von Säule 1. Es ist zudem eine Tatsache, dass die Finanzmarktaufsicht häufig weder von Gesetzes wegen noch fachlich auf die Systemüberwachung ausgerichtet ist.

Konsequenterweise weisen Borio, White (2004) die Schlüsselrolle den Zentralbanken zu. Sie seien am ehesten in der Lage, den Prozess der Liquiditätsschaffung und somit die Flexibilität des Finanzsystems zu kontrollieren. Konkret hiesse das, dass die Zentralbanken

¹¹ So zeigt z.B. Martinez Peria (2000), dass eine Bankenkrise den Verlauf der Inflation beeinflusst. Kent, Lowe (1997) und Bordo, Jeanne (2002) belegen, dass Produktionsausfälle nach einer Aktienbaisse grösser sind als die Produktionszunahmen nach einer gleich starken Hausse.

den Restriktionsgrad der Geldpolitik im Interesse der Einschränkung der Flexibilität im Finanzsystem früher als bisher erhöhen sollten, also noch bevor die kürzerfristigen Inflationssignale dies nahelegen würden. Damit würden sich die Zentralbanken allerdings unter Umständen den Vorwurf einhandeln, sie würden den Aufschwung im Keim ersticken. Und ihr Argument, sie würde damit eine spätere Krise bekämpfen, klänge vor dem Hintergrund einer in der Gegenwart noch kaum überwundenen Rezession in vielen Ohren wenig überzeugend. Vorderhand sind die Voraussetzungen für ein solches Handeln nur teilweise erfüllt. Sie bestehen darin, dass es den Zentralbanken gelingt, eine sachlich überzeugende und politisch kommunizierbare Grundlage für ein solches Handeln zu erarbeiten.¹²

In der Zwischenzeit geht es darum, das vorhandene Wissen um die Zusammenhänge zwischen Systemstabilität und Geldpolitik zur Kenntnis zu nehmen, praktisch anzuwenden und Schritt für Schritt weiterzuentwickeln. Das 4. und das 5. Kapitel spiegeln die Verhältnisse in der Schweiz. Wie in anderen Ländern hat sich auch hier die Aufmerksamkeit, welche die Zentralbank diesen Zusammenhängen widmet, in den letzten Jahren akzentuiert.

4. Sicherstellung der Versorgung der Volkswirtschaft mit Zentralbankgeld als Kernanliegen

Die SNB stellt die Versorgung der Volkswirtschaft mit Liquidität in erster Linie mittels Geldmarktoperationen und unter bestimmten Bedingungen über die LOLR-Funktion sicher. Die Gewährleistung der Bargeldversorgung, d.h. die Versorgung der Wirtschaft mit Banknoten, welche auch zum Zentralbankgeld zählen, wird angesichts ihrer vergleichsweise geringeren Bedeutung nicht besprochen.¹³ Die im 2. Kapitel erwähnte Förderung und Sicherung der bargeldlosen Zahlungssysteme wird zusammen mit den Beiträgen zur Systemstabilität, welche gemeinsam die praktische Versorgung der Volkswirtschaft mit Liquidität überhaupt erst ermöglichen, im 5. Kapitel behandelt.

Die Instrumente der Geldmarktoperationen und die Bedingungen, welche bei deren Einsatz zu beachten sind, sind in der „Richtlinie der SNB über das geldpolitische

¹² Vgl. dazu White (2006), vor allem S. 15-7. Dass dies nicht unbedingt einfach fallen wird, zeigt z.B. die Kontroverse um den Einbezug von Aktienpreisen in die geldpolitische Reaktionsfunktion. Während Bernanke, Gertler (2000) sich davon keine Vorteile für die Geldpolitik versprechen, sehen Cecchetti, Genberg, Lipsky, Wadhvani (2000) Vorzüge sowohl hinsichtlich der Inflationsbekämpfung als auch der Förderung des Wirtschaftswachstums.

¹³ Im Verhältnis zu den übrigen Geldaggregaten bewegt sich die Notenbankgeldmenge in der Schweiz zwischen einem Fünftel (M1) und weniger als einem Zehntel (M3) und ist auch wesentlich weniger volatil (SNB, 2005, S. 25).

Instrumentarium“ vom 25. März 2004 beschrieben. Sie beruhen seit dem 1. Januar 2006 ausschliesslich auf dem Repo-Geschäft.¹⁴

Die Geschäftspartner der SNB sind Geschäftsbanken, d.h., sie sind die Intermediäre. Ihrer bedient sich die SNB, um die Volkswirtschaft mit Liquidität zu versorgen. Es wird zwischen sog. Hauptfinanzierungsgeschäften und Abschöpfungsgeschäften unterschieden. Erstere dienen der Versorgung des Bankensystems mit Liquidität, Letztere dem Entzug von Liquidität.¹⁵

Zum Ausgleich unerwünschter Auswirkungen exogener Einflüsse auf die Liquiditätsversorgung sowie von starken Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktzinsen kann die SNB mit den Banken sog. „Feinsteuerungsgeschäfte“ abschliessen. Sie erleichtert die Abwicklung des Zahlungsverkehrs im Swiss Interbank Clearing (SIC) und der Devisentransaktionen im multilateralen Zahlungssystem Continuous Linked Settlement (CLS) dadurch, dass sie während des Tages zinslos Liquidität zur Verfügung stellt (sog. Innertagsfazilität). Schliesslich gewährt die SNB den Banken zur kurzfristigen Überbrückung von unerwarteten Liquiditätsengpässen Zugang zur sog. Engpassfinanzierungsfazilität, allerdings zu einem Zinssatz, der zwei Prozentpunkte über dem Taggeldsatz liegt.¹⁶

Das Gesetz gibt der SNB weitere Instrumente zur Liquiditätssteuerung in die Hand, welche sie jedoch zurzeit nicht einsetzt.¹⁷

Der SNB ist es unter bestimmten Voraussetzungen auch möglich, sog. ausserordentliche Liquiditätshilfe zu leisten. In diesem Fall handelt sie als LOLR. Dieses Instrument ist in seiner heutigen Form eher neuartig und wird daher näher beschrieben.

Die ausserordentliche Liquiditätshilfe kann dann zum Tragen kommen, wenn illiquide, aber solvente und systemrelevante Banken oder Bankengruppen nicht mehr in der Lage sind, sich die erforderliche Liquidität auf dem Markt oder über die ordentlichen Instrumente der SNB zu besorgen.

Anlässlich der Beurteilung der Solvenz einer Bank stützt sich die SNB ergänzend auf das Urteil der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK). Diese muss zudem bestätigen, dass auch die übrigen Bewilligungsvoraussetzungen für den Betrieb der Bank erfüllt sind.

¹⁴ „Dabei verkauft der Geldnehmer Effekten an den Geldgeber mit der gleichzeitigen Vereinbarung, Effekten gleicher Gattung und Menge auf einen späteren Zeitpunkt vom Geldgeber zurückzukaufen. Für die Dauer des Geschäfts wird vom Geldnehmer ein Zins (Repo-Satz) bezahlt.“ (SNB 2005, S. 36)

¹⁵ Zur Technik des Auktionsverfahrens vgl. SNB 2005, S. 36.

¹⁶ SNB (2005), S. 37.

¹⁷ So z.B. Devisenkassa-, Devisentermingeschäfte und Devisenswaps. - SNB (2005), S. 39.

Die SNB verlangt, dass die ausserordentliche Liquiditätshilfe stets durch Sicherheiten gedeckt ist. Wie hoch diese Deckung ist, hängt von der Qualität der hinterlegten Sicherheiten ab, das heisst von deren Bonität, Marktliquidität und Volatilität. Die SNB sieht davon ab, die ausserordentliche Liquiditätshilfe mit einem Strafzins zu versehen, da dies die Probleme des betroffenen Instituts unnötig verschärfen würde.

Mit der Bekanntgabe der Spielregeln schafft die SNB Transparenz bezüglich der Modalitäten der Liquiditätshilfe. Dadurch ermöglicht sie den Banken, ihr Liquiditäts- und Krisenmanagement auf diese Bedingungen abzustimmen. Insofern gilt das Prinzip der "constructive clarity". Ob aber die Liquiditätshilfe gewährt wird, wird die SNB im Einzelfall entscheiden müssen. Diesbezüglich wird also weiterhin am traditionellen Prinzip der "constructive ambiguity" festgehalten.¹⁸ Eine notwendige Bedingung für die Liquiditätshilfe wird aber immer sein, dass damit die Wahrscheinlichkeit einer Systemkrise wesentlich verringert werden kann.

5. Vorgelagerte Beiträge der SNB zur Stabilität des Finanzsystems

Die ausserordentliche Liquiditätshilfe kommt erst zum Einsatz, nachdem sich die Stabilität des Finanzsystems als akut gefährdet erweist. Einer solchen Gefährdung beugt die SNB vor, indem sie zu einer funktionstüchtigen Liquiditätsversorgung beiträgt. Sie erleichtert und sichert die bargeldlosen Zahlungssysteme, sie reguliert und überwacht sowohl die Zahlungs- als auch die Effektenabwicklungssysteme, und sie setzt sich für die Krisenresistenz dieser Systeme ein. Daneben beobachtet und analysiert die SNB fortlaufend das Geschehen im Finanzsystem und arbeitet eng mit der EBK, d.h. mit der Bankenaufsicht zusammen.

Die SNB ist selbst ein Teil der Infrastruktur der Liquiditätsversorgung, indem sie über ihre Operationen am Geldmarkt die Versorgung der Volkswirtschaft mit Zentralbankgeld sicherstellt. Dabei bedient sie sich einer weiteren Infrastruktur, d.h. des Swiss Interbank Clearings (SIC), das zur SNB in einem Auftragsverhältnis steht. Das SIC steht im Zentrum des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in der Schweiz. Über SIC werden nicht nur die grossen Interbankengeschäfte, sondern auch die kleinen Zahlungen des Publikums abgewickelt. Alle Banken, welche mit der SNB Repo-Geschäfte abschliessen wollen, müssen dem SIC angeschlossen sein. Die SIC AG ist zwar eine private Gesellschaft, wird aber aufgrund

¹⁸ Diese Verbindung von "constructive clarity" mit "constructive ambiguity" entspricht der Überlegung, welche Large (2005, S. 13) wie folgt formuliert: "Equally, public policy makers should recognise the distinction between clarity about processes – where transparency to my mind can only be positive for confidence – and transparency about how decisions might be reached in a particular case, where constructive ambiguity remains important as a mechanism to reinforce market discipline."

ihrer unmittelbaren Bedeutung für die Liquiditätsversorgung der Schweiz von der SNB sowohl gesteuert als auch überwacht.¹⁹

Während die SNB im Zahlungssystem SIC sowohl die Rolle der Auftraggeberin als auch der Überwacherin innehat, steht sie zu anderen Teilen der Finanzmarktinфраstruktur nur als Überwacherin in Beziehung. Konkret handelt es sich um das Effektenabwicklungssysteme SIS²⁰ SECOM und um SIS x-clear AG, die zentrale Gegenpartei, welche der Abwicklung der Transaktionen zwischen virt-x und SECOM dient. Hinzu kommt das Multiwährungszahlungssystem CLS, für dessen Überwachung allerdings in erster Linie die FRBNY verantwortlich ist.

Die SNB ist der Auffassung, dass diese Institutionen ebenso wie das SIC systemrelevant sind, d.h., dass deren Versagen eine namhafte Beeinträchtigung der Liquiditätsversorgung der Volkswirtschaft nach sich ziehen könnte, womit deren besondere Überwachung gerechtfertigt ist.

Die Überwachung hat die Aufgabe, die Wahrscheinlichkeit eines Versagens systemrelevanter Finanzmarktinфраstrukturen zu reduzieren; sie ist also präventiver Natur. Die SNB gibt Mindestanforderungen vor, deren Erfüllung durch externe Revisionen periodisch überprüft wird. Da SIS SECOM und SIS x-clear Bankenstatus aufweisen, werden sie auch von der EBK beaufsichtigt. Die EBK und die SNB arbeiten eng zusammen.

Seit September 2001 besonders geschärft ist auch in der Schweiz die Aufmerksamkeit, welche die Krisenresistenz insbesondere von Banken und Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen findet. Selbstverständlich berücksichtigen die bereits erwähnten Mindestanforderungen auch das Anliegen der Krisenresistenz. Angesichts der Vernetzungen von Banken und Infrastrukturen sind Anforderungen, welche diese Abhängigkeiten nicht berücksichtigen, aber ungenügend.

Die SNB war daher bereit, sich federführend an einem Projekt zu beteiligen, in welchem die sog. Business Continuity-Massnahmen im schweizerischen Finanzsektor flächendeckend evaluiert wurden. Gemeinsam mit den beiden Grossbanken, der PostFinance, der Schweizer Börse SWX und den Betreibern der beiden Systeme SIC und SIS SECOM und der EBK wurde untersucht, wie gut das Schweizer Finanzsystem als Ganzes auf ein grösseres, die Liquidität schädigendes Ereignis vorbereitet ist. Heute

¹⁹ SNB (2005), S. 44ff.

²⁰ SIS steht für die Gruppenbezeichnung SegalInterSettle.

liegen Empfehlungen vor, welche die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber technischen Störungen und äusseren Ereignissen weiter zu erhöhen geeignet sind und schrittweise, aber fortlaufend umgesetzt werden.²¹

Neben diesen Beiträgen der SNB zur Stabilität des Finanzsystems, welche die Förderung der Leistungsfähigkeit der Liquiditätsversorgung und von deren Widerstandsfähigkeit ("resilience") bezwecken, obliegt es der SNB auch, einen Beitrag zur Beurteilung der Lage im Finanzsystem zu liefern.

Ziel der SNB ist es, Gefahren für die Systemstabilität und Ungleichgewichte frühzeitig zu identifizieren, damit rechtzeitig auf sie reagiert werden kann, entweder indem sie reduziert werden oder indem Absicherungsmassnahmen ergriffen werden. Finanzkrisen sind in der Regel mit hohen Kosten verbunden. Diese sind so weit als möglich zu vermeiden. Die SNB bearbeitet Informationen sowohl über das volkswirtschaftliche Umfeld und über die Lage an den Finanzmärkten als auch über die Rentabilität, die Kredit-, Zins- und Marktrisiken sowie über die Eigenkapitalbasis der Banken. Des weitern versucht sie, systematische Risikofaktoren für den Bankensektor zu identifizieren: Wenn Banken in ähnlichen Geschäftsbereichen tätig sind und ähnliche Strategien fahren, sind sie ähnlichen Risiken ausgesetzt. Beim Auftreten eines Schocks kann so ein wesentlicher Teil des Systems gleichzeitig betroffen sein. Zum anderen untersucht die SNB, wie Probleme einzelner Banken auf andere, zunächst gesunde Banken übertragen werden könnten bzw. wie gross die damit verbundenen Systemrisiken sind.

Ihre Einschätzung bezüglich der aktuellen Lage im Finanzsystem sowie möglicher Tendenzen soll nicht nur der SNB selbst als Entscheidungsgrundlage dienen. Seit 2003 publiziert sie deshalb jährlich einen Bericht zur Finanzstabilität (Stabilitätsbericht).²² Dieser enthält eine Beurteilung der Stabilität des schweizerischen Bankensystems und seiner Infrastruktur. Die Aufmerksamkeit gilt dem Bankensystem als Ganzes. Einzelne Banken werden nur insofern betrachtet, wenn dies für das Gesamturteil relevant ist. Hier liegt im Übrigen ein Unterschied zwischen dem Ansatz der SNB und jenem der EBK. Während die SNB einen systemweiten Ansatz verfolgt, hat die EBK eine institutsorientierte Perspektive. Die Aufgaben der beiden Institutionen sind komplementär.

Der Stabilitätsbericht der SNB erlaubt den Marktteilnehmern, sich ein eigenes Urteil zu bilden. Eine möglichst gute Information über den Zustand des Finanzsystems, seiner Insti-

²¹ Financial Stability Report (2005), S. 53f.

²² Unter dem Titel Financial Stability Report in englischer Sprache, mit deutscher und französischer Zusammenfassung.

tute und Infrastruktur ist eine Voraussetzung für die Aufrechterhaltung der Stabilität. Dieses Erkenntnis erklärt die wachsende Bedeutung, welche das "Financial Stability Reporting" für die Zentralbanken im Allgemeinen und für die SNB im Besonderen hat.

Schliesslich beteiligt sich die SNB systematisch an der Diskussion um die Weiterentwicklung der Finanzmarktregulierung. Die SNB wirkt in zahlreichen Projekten anderer Behörden und internationaler Organisationen mit. Zusammen mit anderen Bundesbehörden und insbesondere mit der EBK ermittelt sie in Arbeitsgruppen den Reformbedarf und trägt dazu bei, bestehende Gesetze zu revidieren und neue zu erlassen. Auf internationaler Ebene wirkt die SNB in verschiedenen Arbeitsgruppen namentlich der BIZ mit. Sie vertritt die Schweiz gemeinsam mit der EBK im Basler Ausschuss für Bankenaufsicht.

6. Einbezug der Systemstabilität in die geldpolitische Entscheidung: Grundsätzliche Überlegungen

Die Diskussion der Voraussetzungen für eine Berücksichtigung von Informationen zur Stabilität des Finanzsystems anlässlich der geldpolitischen Entscheidungsfindung dreht sich um drei Fragen.²³ Die erste Frage lautet: Ermöglicht der Einbezug von Informationen zur Stabilität des Bankensystems eine Verbesserung der Geldpolitik als Instrument zur Gewährleistung der Preisstabilität? Die zweite Frage geht in die entgegengesetzte Richtung: Kann die Geldpolitik die Stabilität des Bankensektors beeinflussen? Und, falls die zweite Frage bejaht wird, lautet die dritte, normative Frage: Soll die Geldpolitik dazu benutzt werden, um die Stabilität im Bankensektor zu steigern?

Zunächst fällt auf, dass diese Fragen einen eingeschränkten Begriff der Finanzstabilität betreffen. Es wird ausschliesslich von der Stabilität des Bankensektors gesprochen. Gegenüber der im 3. Kapitel dargestellten internationalen Diskussion bleiben die Kapitalmärkte, die Kreditmärkte oder die Versicherungen direkt unberücksichtigt. Dies ist deshalb richtig, weil in der Schweiz die Disintermediation der Finanzmärkte noch wenig entwickelt ist. Das Geschehen an den Kapitalmärkten schlägt unmittelbar auf die Banken bzw. auf die Stabilität im Bankensektor durch und wird somit über die Untersuchung der

²³ Die Ausführungen in diesem Kapitel beruhen zu einem wesentlichen Teil auf Monnin, Bichsel, Rime (2004) und der dort verarbeiteten Literatur.

Banken indirekt erfasst. Was im Versicherungsbereich geschieht, ist für die Versorgung der Volkswirtschaft mit Liquidität ebenfalls nur indirekt relevant.²⁴

Die Antwort auf die erste Frage nach dem geldpolitischen Nutzen des Einbezugs von Informationen zur Stabilität des Bankensystems (Systemstabilität) lautet: Solche Informationen können die Vorbereitung der geldpolitischen Entscheide wertvoll unterstützen.

Diese Antwort beruht darauf, dass sich die von der SNB eingesetzten Inflationsprognosemodelle bisher noch durchwegs auf die Annahme stützen, die funktionalen Beziehungen zwischen den berücksichtigten makroökonomischen Variablen und den geldpolitischen Instrumentalvariablen seien von den Zuständen und Entwicklung im Bankensystem unabhängig.

Dies trifft allerdings nicht immer zu. So kann z.B. ein geschwächtes Bankensystem bereits von einer relativ bescheidenen Konjunkturbaisse in eine Krise getrieben werden, welche beachtliche makroökonomische Verwerfungen auslösen kann. Einen solchen Schock würden die bisherigen Makromodelle nicht erfassen, und entsprechend überhöht wären die resultierenden Inflationsprognosen. Informationen zur Krisenfestigkeit des Bankensektors können somit einen Beitrag zur Verbesserung der Inflationsprognosen leisten.

Hinzu kommt, dass der Prognosehorizont der Geldpolitik, welcher drei Jahre nicht überschreitet, im Vergleich zu den drei bis fünf Jahren, welche zwischen dem Beginn einer Blasenbildung z.B. auf den Aktien- oder Immobilienmärkten und deren Platzen verstreichen können, kurz erscheint. Das Platzen spekulativer Blasen birgt für das Bankensystem erhebliche Gefahren und kann die gesamtwirtschaftliche Entwicklung markant beeinflussen. Dieser Zusammenhang zwischen dem Geschehen im Bankensystem und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung spräche erstens dafür, in den Modellen, welche der Vorbereitung der geldpolitischen Entscheidung dienen, nicht nur auf den Zustand des Bankensystems einzugehen und gegebenenfalls Preisvariablen der Aktien- und

²⁴ Die Konzentration auf die Banken schliesst trotzdem nicht aus, dass die Querbeziehungen zwischen dem Marktgeschehen im Allgemeinen (einschliesslich der sog. "asset market bubbles") und den Versicherungen zu den Banken explizit die Beurteilung der Stabilität des Bankensektors einbezogen werden müssten. Der seit 2003 jährlich veröffentlichte Stabilitätsbericht der SNB trägt diesem Anliegen ebenso Rechnung wie die seit Oktober 2001 quartalsweise vorgelegten internen Berichte der SNB mit dem Titel "Banken und Finanzmärkte: Lage und Entwicklung".

Immobilienmärkte einzubeziehen, sondern zweitens auch den Zeithorizont der Modelle zu verlängern.²⁵

Auch die Wirkungen der Geldpolitik auf die makroökonomischen Variablen sind nicht unabhängig vom Zustand des Bankensystems. So kann ein ohnehin geschwächtes Bankensystem von einem Wechsel der Geldpolitik so stark getroffen werden, dass daraus gravierende Folgen für die Wirtschaft als Ganzes resultieren. Die wissenschaftliche Diskussion des Kreditkanals verdeutlicht, dass die Auswirkungen z.B. einer restriktiveren Geldpolitik um so stärker sind, je knapper die Ausstattung der Banken mit Eigenkapital ist bzw. je bindender die geltenden Eigenmittelvorschriften sind.

Damit ist auch die Antwort auf die zweite Frage, ob die Geldpolitik die Stabilität des Bankensystems beeinflussen kann, gegeben. Sie wird bejaht und zwar erstens wegen der bereits besprochenen Abhängigkeit der Stabilität des Bankensystems von der Konjunktur, welche ihrerseits durch die Geldpolitik beeinflusst wird. Zweitens beeinflusst die Geldpolitik auch den Wert wichtiger Vermögensanlagen wie Aktien und Immobilien. Auch davon hängt die Stabilität des Bankensystems ab. Hinzu kommen die unmittelbaren Auswirkungen von Zinsänderungen auf den Barwert der Banken, welche auf die Tatsache zurückzuführen sind, dass Banken typischerweise nicht fristenkongruent refinanziert sind. Zinserhöhungen können zu einer Verminderung des Barwerts der Banken dadurch führen, dass der Wert der Guthaben sinkt und jener der Verpflichtungen steigt. Je grösser dieser Barwertverlust im Verhältnis zu den verfügbaren Eigenmitteln ausfällt, desto empfindlicher reagiert die Systemstabilität auf Zinserhöhungen.

Nachdem festgestellt worden ist, dass die Geldpolitik die Stabilität des Bankensystems beeinflussen kann, ist die dritte Frage zu beantworten: Soll die Geldpolitik dazu benutzt werden, die Stabilität des Bankensektors zu fördern.

Das 4. und das 5. Kapitel haben gezeigt, dass die SNB neben der Geldpolitik über Alternativen verfügt, ihren vom Gesetz geforderten Beitrag zur Systemstabilität zu leisten. Die ihr zur Verfügung stehenden Instrumente sind zahlreich. Das Kernanliegen besteht in der Sicherung der Versorgung der Volkswirtschaft mit Liquidität. Ist diese Bedingung erfüllt, dann ist eine wesentliche Voraussetzung für ein stabiles Bankensystem ebenfalls gegeben. Die SNB stellt die Liquiditätsversorgung der Volkswirtschaft in erster Linie mittels Geldmarktoperationen und unter bestimmten Bedingungen über ein LOLR sicher.

²⁵ Vgl. dazu z.B. auch Bean (2003), der darauf hinweist, dass eine angemessene Berücksichtigung des Geschehens im Finanzsystem anlässlich der Festlegung der Geldpolitik eine Verlängerung von deren Zeithorizont entsprechend der längeren Wirkungsketten auf den Anlagemärkten voraussetzt.

Allfälligen Mängeln im Prozess der Liquiditätsversorgung begegnet die SNB dadurch, dass sie vorbeugend zu dessen Funktionstüchtigkeit beiträgt, sei es durch die Steuerung und Überwachung des SIC oder sei es durch die Überwachung der übrigen Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme. Hinzu kommt, dass sie mittels Analysen und Publikationen die korrekte Einschätzung der Risiken im Bankensystem erleichtert, sodass allfällige Gefahren frühzeitig erkannt und durch die Marktteilnehmer selbst eingeschränkt werden können. Im übrigen beteiligt sich die SNB an der Weiterentwicklung bzw. der Verbesserung der Bankenregulierung und –aufsicht im In- und Ausland und trägt auch auf diese Weise zur Minderung der Systemrisiken bei.

Das Instrument der Geldpolitik ist vom Gesetz her eindeutig der Gewährleistung der Preisstabilität zugeordnet. Ein Einsatz der Geldpolitik zugunsten der Stabilität des Bankensystems, aber unter Inkaufnahme von einer Verletzung des Ziels der Preisstabilität, wäre schon aus rechtlicher Sicht unzulässig. Hinzu kommt, dass ein Gewinn auf der Seite der Stabilität des Bankensystems auf Kosten der Preisstabilität höchstens vorübergehender Natur wäre. Auf die Dauer ist die Absenz von Inflation erfahrungsgemäss eine notwendige Bedingung für stabile Bankensysteme.

Daraus folgt, dass das Instrument der Geldpolitik nur dann zugunsten der Stabilität des Bankensystems eingesetzt werden dürfte, wenn dies ohne Verletzung des Ziels der Preisstabilität möglich wäre.

Im folgenden hypothetischen Fall wäre diese Bedingung allerdings erfüllt: Die Volkswirtschaft steht am Anfang einer konjunkturellen Erholung. Die Zinsen liegen auf einem noch nicht normalen Niveau. Die bedingten Inflationsprognosen zeigen erst für das Ende der Dreijahresperiode ein Überschreiten der Stabilitätsgrenze. Die Wachstumsraten bewegen sich im Bereich des Potentials. Hingegen zeigen sich erste Anzeichen für spekulative Blasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten. Dauerte es drei bis fünf Jahre bis diese Blasen platzen würden, wäre wegen des dann destabilisierten Bankensektors mit einer merklichen Rezession zu rechnen. Diese könnte eine Phase der Deflation nach sich ziehen, welche das Ziel der Preisstabilität ebenso verletzte wie Inflation. Wenn nun die Geldpolitik mit Blick auf die Entwicklung der Preise für Aktien- und Vermögenswerte restriktiver würde, liesse sich ein Platzen der Blasen evtl. verhindern. Die Stabilität des Bankensystems bliebe intakt, und ein Konjunkturunbruch sowie die Deflation blieben aus. Zuvor würden sich die Inflationsprognosen sukzessive entschärfen. Der einzige Preis dieser Politik bestünde in einer Verlangsamung der konjunkturellen Erholung. Dieser würde aber durch das Ausbleiben der späteren Rezession wettgemacht.

Dass diese "Geschichte" an ein Märchen erinnert, ist unvermeidlich. In Tat und Wahrheit ist kaum vorstellbar, dass die Dynamik der Blasenbildung einer Zentralbank ausreichend genau bekannt wäre, um die beschriebenen Entscheidungen zu rechtfertigen.²⁶ Hinzu kommt, dass der Einfluss der Geldpolitik auf die Dynamik der Aktienmärkte beschränkt ist und um so geringer ausfällt, je kleiner ein Land bzw. der Einflussbereich von dessen Geldpolitik im Verhältnis zu den international vernetzten Kapitalmärkten ist.²⁷

Bemerkenswert ist aber immerhin, dass dann, wenn die Geldpolitik nicht nur Inflation, sondern auch Deflation vermeiden will, die Vermeidung einer Destabilisierung des Bankensystems in eine harmonische Beziehung zum Ziel der Preisstabilität treten kann.

Unabhängig davon, ob eine Zentralbank den Kampf gegen spekulative Blasen auf den Märkten für Vermögenswerte aufnehmen will, lohnt es sich aber zweifellos, anlässlich der Vorbereitung der Geldpolitik jeweils die Entwicklungen der Stabilität im Bankensektor zu berücksichtigen. Auch wäre es konsequent, anlässlich der Weiterentwicklung der Inflationsprognosemodelle von der Annahme abzurücken, wonach der Zustand des Bankensystems ohne Einfluss auf die makroökonomischen Funktionen sei. Und schliesslich wäre angesichts der schon früher konstatierten vergrösserten Elastizität der Finanzsysteme den Zeithorizont der Inflationsprognosemodelle über drei Jahre hinaus zu verlängern.

7. Stand der Dinge und offene Herausforderungen

Das 2. Kapitel klärt die Begriffe. Das 3. Kapitel spiegelt den Stand der internationalen Diskussion der Beziehungen zwischen den Aufgabenbereichen der Systemstabilität und der Geldpolitik. Beide sind auf den Kernauftrag einer Zentralbank ausgerichtet, der in der Sicherung der Liquiditätsversorgung besteht. Das 4. und das 5. Kapitel zeigen, wie die SNB die Liquiditätsversorgung in der Praxis sicherstellt und welchen Beitrag sie zur Förderung der Systemstabilität auf dem der Liquiditätsversorgung vorgelagerten Feld leistet. Das 6. Kapitel setzt sich mit der Frage auseinander, welche Vorteile es für die geldpolitische Entscheidung brächte, wenn dabei auf den Stand und die Entwicklung der Systemstabilität eingegangen würde.

Zum Schluss geht es darum zu zeigen, wie die SNB zurzeit Erwägungen zur Systemstabilität in ihren geldpolitischen Entscheidungsprozess einfließen lässt und welche weiteren Entwicklungen und Herausforderungen sich im Kräftefeld zwischen Systemstabilität und Geldpolitik abzeichnen.

²⁶ Wie problematisch eine Ausrichtung der Geldpolitik auf die Vermeidung spekulativer Blasen auf den Märkten für Vermögenswerte wäre, erörtert Trichet (2005) eindrücklich.

²⁷ Vgl. Bernanke, Kuttner (2004).

Tatsächlich ist die SNB seit einigen Quartalen vermehrt dazu übergegangen, anlässlich der Vorbereitung geldpolitischer Entscheide auch Indikatoren der Stabilität des Bankensystems mit einzubeziehen. Dem Direktorium stehen nicht nur der öffentlich zugängliche Stabilitätsbericht (Financial Stability Report, 2005) und die internen Quartalsberichte "Banken und Finanzmärkte" zur Verfügung. Darüber hinaus enthalten die geldpolitischen Entscheidungsunterlagen des Direktoriums einen jeweils aktualisierten und kommentierten Satz von Indikatoren zur Systemstabilität.²⁸ Unter günstigen Umständen lässt sich daraus das Urteil ableiten, dass die Verhältnisse im Bankensystem so robust sind, dass anlässlich der geldpolitischen Entscheidung auf sie keine besondere Rücksicht genommen werden muss. Doch werden solche gutartigen Verhältnisse kaum immer vorherrschen.

Deshalb, aber auch im Interesse der Vervollständigung der Entscheidungsgrundlagen erscheint es als wünschbar, wie am Ende des 6. Kapitels vorgeschlagen, die Zusammenhänge zwischen den Verhältnissen und dem Geschehen im Bankensystem und den Makrovariablen in die Inflationsmodelle aufzunehmen und deren Zeithorizont zu verlängern. Allerdings stellt sich wie bei allen Forderungen nach der Verbesserung von Modellen die Frage der Machbarkeit bzw. der Auswirkungen solcher Ergänzungen auf die Schätzbarkeit und Schlüssigkeit der Modelle. Entsprechende Abklärungen laufen.

Falls sich das Anliegen der Horizontverlängerung der Inflationsmodelle nicht erfüllen liesse, stünde weiterhin der pragmatischere Weg offen. Er bestünde darin, die in die Modelle nicht sinnvoll integrierbaren Einflussfaktoren aus dem Finanzsystem separat zu untersuchen und die Ergebnisse wie bisher ergänzend in die geldpolitische Entscheidungsfindung einfließen zu lassen.

Weitere Herausforderungen auf dem Feld der Beziehungen zwischen Systemstabilität und Geldpolitik stellen sich selbstverständlich viele. Darunter befindet sich ein Thema, welches besondere Aufmerksamkeit verdient und erfreulicherweise auch gefunden hat: Das Liquiditätsmanagement der Geschäftsbanken.

Das Interesse am Liquiditätsmanagement folgt unmittelbar aus jenem an der Systemstabilität. Dabei geht es nicht um "Cash management", sondern darum, dass es nicht genügt, dass die Banken über Eigenmittel im Ausmass der Vorschriften verfügen. Diesem

²⁸ Sonderuntersuchungen können diese Informationen ergänzen. Dafür ein aktuelles Beispiel ist die Analyse der Wettbewerbsverhältnisse im Hypothekemarkt und die Einschätzung des Immobilienmarkts in der Schweiz, wie sie in die jüngste geldpolitische Lagebeurteilung einfluss und anlässlich des Mediengesprächs der SNB vom 15. Dezember 2005 erläutert wurde. - Vgl. die Einleitenden Bemerkungen von Niklaus Blattner anlässlich des Jahresend-Mediengesprächs vom 15.12.2005 unter (<http://www.snb.ch/d/aktuelles/index.html>).

Anliegen dient die Reform der Eigenkapitalvorschriften gemäss Basel II. Vielmehr geht es darum, dass die Vermögenswerte der Banken zusätzlich hinreichend liquid sind.²⁹

Banken sind ihrer Natur gemäss illiquid, d.h., die Fälligkeiten ihrer Verpflichtungen und ihrer Guthaben klaffen auseinander und zwar so, dass sie dann, wenn die Gläubiger die Auszahlung ihrer Guthaben verlangen, zunächst zwar auf die Kassenliquidität greifen können. Gehen die Rückzüge aber weiter, müssen die Banken auch auf Vermögenswerte längerer Laufzeit zurückgreifen. Somit müssen die Banken ihre Vermögenswerte in einer Qualität und Form halten, dass sie am Markt zu stabilen Preisen leicht verkäuflich sind oder sich als Instrumente der Besicherung von Krediten am Geldmarkt bzw., sollte sich dies als unmöglich erweisen, von Krediten der Zentralbank eignen.

Damit ist für Large (2005, S. 8) klar, dass die Zentralbanken daran interessiert sind, dass insbesondere die systemrelevanten Banken über ein gutes Liquiditätsmanagement verfügen. Je schlechter es ist, desto rascher stellt sich die Frage, wie die Zentralbank darauf reagieren soll, dass eine Bank bei der Liquiditätsbeschaffung über die Märkte auf Widerstand stösst. Je schlechter also das Liquiditätsmanagement einer Bank ist, desto wahrscheinlicher ist es, dass sich die Zentralbank mit der Forderung konfrontiert sieht, dieser Bank ausserordentliche Liquiditätshilfe zu leisten. Das Menetekel an der Wand jedes Zentralbankiers lautet: "Confidence in the modern financial system is ... underpinned by the preparedness of central banks to lend against ... high quality security without question." (Large, ebenda)

Über die Vorkehren, welche die SNB getroffen hat, die Banken vor Fehleinschätzungen der LOLR-Funktion der SNB zu bewahren, wurde im 4. Kapitel berichtet. Die Banken sind im Übrigen auch nicht stehen geblieben. Heute gehört es zum Standard, dass sich eine Bank damit auseinandersetzt, wie sie unerwartete Bedarfe an Liquidität abdeckt. Szenarioanalysen und Stress tests ergänzen die traditionelleren Risikoanalysen. Einige global tätige Gruppen verfügen heute über ein zentralisiertes Liquiditätsmanagement. Sie berücksichtigen dabei, dass nicht nur ihre Heimwährung nachgefragt werden kann, sondern auch ausländische Währungen. Angesichts der nationalen Regelung des Konkursrechts müssen die Banken zudem die Belegenheit ihrer Vermögenswerte

²⁹ Goodhart (2005, S. 10) charakterisiert den Zusammenhang zwischen Eigenmitteln bzw. Solvenz der Banken und der Liquidität der Vermögenswerte der Banken wie folgt: "Banks' holdings of liquid assets not only protects other commercial banks, it also protects the monetary authorities, and helps them to maintain systemic stability. The more liquid assets a bank has, the longer it can sustain adverse clearings. That provides a breathing space, and in cases of financial crises, time is of essence. Time is necessary to gather and transmit information, and to agree on the best course of procedure. It is liquid assets, not capital that provides time in crises."

beachten; denn es ist durchaus möglich, dass lokale Konkursrichter im Interesse der Sicherung der lokalen Gläubigeransprüche mehr Vermögenswerte blockieren als nötig. Infolge dieses sog. "Ring fencings" fehlen die im Übermass blockierten Werte unter Umständen an anderer Stelle im Konzern.

Doch auch wenn unterstellt wird, dass die einzelnen Banken alles aus ihrer Sicht Nötige vorkehren, um existenzgefährdende Liquiditätsengpässe zu vermeiden, bleiben als offene Flanke die systemischen Gefahren individueller Liquiditätsengpässe. So können namhafte Liquidationen von Vermögenswerten seitens einzelner grosser Institute die Aufnahmefähigkeit der Finanzmärkte überfordern und die Preise ins Rutschen bringen. Die damit verbundene Wertvernichtung der Vermögenswerte betrifft auch die übrigen Halter derselben Art von Werten. "Stop loss orders" können die Märkte für Vermögenswerte einbrechen lassen. Dies beeinträchtigt zunächst deren Eigenschaft als Liquiditätsquelle, gegebenenfalls aber sogar die Solvenz weiter Teile des Finanzsystems.

Daraus folgt, dass es nötig sein kann, seitens der Behörden die Anforderungen an das Liquiditätsmanagement der Banken über das Ausmass hinaus anzuheben, das diese von sich aus wählen würden. Die im öffentlichen Interesse verlangten Liquiditätsstandards werden typischerweise anspruchsvoller sein als die im privaten Interesse angestrebten.

Im Blick auf die im öffentlichen Interesse verlangten Standards des Liquiditätsmanagements nennt Large (op.cit., S. 11) folgende Fragen, deren Beantwortung noch weitgehend offen ist: Wieviel Liquidität genügt für eine gegebene Bank? Wie lang sollte die Periode sein, während welcher eine Bank einen ausserordentlichen Liquiditätsbedarf ohne Hilfe seitens der Zentralbank überstehen können sollte? Dabei sollte eine Bank auch das Verhalten der übrigen Teilnehmer an den Finanzmärkten bzw. die Tiefe der Märkte in Betracht ziehen. Plausibel erscheint es auch, dass der durch die einzelne Bank zu haltende Liquiditätspuffer umso grösser sein sollten, je grösser sie ist bzw. je ausgeprägter sie mit anderen Banken vernetzt ist, d.h. je grösser ihre Systemrelevanz ist.

Angesichts der Globalisierung der Banken- bzw. Finanzsysteme ist Large (2005, S. 12) schliesslich zuzustimmen, wenn er anregt, dass die Behörden aller relevanten Finanzzentren überprüfen, ob die aktuellen Standards des Liquiditätsmanagements nach wie vor genügen. Dass dies mit einer intensiven internationalen Zusammenarbeit sowohl der Zentralbanken als auch der nationalen Aufsichtsbehörden einher gehen sollte, liegt auf der Hand.

Auch die SNB engagiert sich wie andere Zentralbanken gegenwärtig vermehrt in der Überprüfung der aktuellen Liquiditätsstandards. Sie arbeitet auch auf diesem Gebiet mit der

EBK zusammen und nimmt am Informationsaustausch und an der Meinungsbildung im Kreise der Zentralbanken und Aufsichtsbehörden anderer wichtiger internationaler Finanzzentren teil.

Auch dieser Beitrag der SNB zur Systemstabilität erfolgt im Interesse der Erfüllung ihrer Kernaufgabe, welche darin besteht, die Versorgung der Volkswirtschaft mit Zentralbankgeld und also mit Liquidität sicherzustellen.

Literatur

- Bean, Ch. (2003), Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?, in: Richards, A., Robinson, T., eds., Asset prices and monetary policy, Reserve Bank of Australia, Sidney, pp. 48 – 76.
- Bernanke, B., Gertler, M. (2000), Monetary policy and asset price volatility, NBER Working Paper Series, No. 7559, Cambridge, Mass.
- Bernanke, B., Kuttner, K. (2004), What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?, NBER Working Paper Series, No 10402, Cambridge, Mass.
- BIZ (2005), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 75. Jahresbericht, Basel, 27. Juni.
- Bordo, M.D., Jeanne, O. (2002), Boom-busts in asset-prices, economic instability and monetary policy, in: NBER Working Paper Series, No 8966, Cambridge, Mass.
- Borio, C., White, W.R. (2004), Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, BIS Working papers, No 147, February.
- Cecchetti, St. G., Genberg, H., Lipsky, J., Wadhvani, S. (2000), Asset prices and central bank policy, Geneva Reports on the World Economy, No 2, Centre for Economic Policy Research, London.
- Financial Stability Report (2005), Swiss National Bank, Bern und Zürich.
- Goodhart, C.A.E (2004), Some new directions for financial stability, Per Jacobsson Lecture, Annual general meeting of the Bank for International Settlements, Zurich, June (mimeo).
- Haldane, A., Saporta, V., Hall, S., Tanaka, M. (2004), Financial stability and macroeconomic models, in: Financial Stability Review, Bank of England, June.
- Hoggarth, G., Saporta, V. (2001), Costs of banking system instability: some empirical evidence, in: Financial Stability Review, Bank of England, London, June.
- Kent, C., Lowe, P. (1997), Asset-price bubbles and monetary policy, Research Discussion Paper, Reserve Bank of Australia, RDP 9709, Sidney.
- Large, A. (2005), Financial stability: managing liquidity risk in a global system, 14th City of London Central Banking and Regulatory Conference, National Liberal Club, November 28 (mimeo).
- Martinez Peria, M.S. (2000), The impact of banking crises on money demand and price stability, in: World Bank Working Papers, No 2305, Washington, D.C.
- Monnin, P., Bichsel, R., Rime, B. (2004), Motivation de la prise en compte de la stabilité du système bancaire dans le cadre de la politique monétaire, Zürich, 5. Oktober 2004 (internes Dokument).
- SNB (2005), Schweizerische Nationalbank, 97. Geschäftsbericht, Bern und Zürich, 25. Februar 2005.
- Trichet, J.-C. (2005), Asset price bubbles and monetary policy, Mas lecture, Singapore, June 8 (mimeo).
- White, W.R. (2004), Are changes in financial structure extending safety nets?, BIS Working papers, No 145, January.
- White, W.R. (2006) Procyclicality in the financial system: do we need a new macroeconomic stabilisation framework?, BIS Working papers, No 193, January.