

Geldpolitik, Währungssystem und Zentralbankinterventionen

Von Prof. Dr. Ernst Baltensperger, Universität Bern

Central banks were created in the 19th and early 20th century in order to improve financial stability, to raise the flexibility of liquidity provision, and to enhance the efficiency of the payment system. With the separation of money from the available quantity of a monetary metal reserve which took place during the 20th century, safeguarding price stability replaced these

objectives as the major task of central bank policy. The recent financial crisis is a reminder that financial stability is still today a major concern of central bank policy. However, great care must be taken to ensure that not too much of a burden is placed on central banks.

Inhaltsübersicht

- I. Die Entstehung von Zentralbanken
- II. Aufgaben der Zentralbankpolitik in den Metallwährungssystemen des 19. und frühen 20. Jahrhunderts
- III. Veränderte Stellung von Zentralbank und Zentralbankpolitik mit dem Übergang zum reinen Papiergeldsystem
- IV. Wechselvolle Erfahrungen der Schweiz mit fixen und flexiblen Wechselkursen
- V. Und die Finanzstabilität?

I. Die Entstehung von Zentralbanken

Die Zentralbankpolitik ist eine hoheitliche Aufgabe. Die Interventionen, welche sie vorzunehmen hat, hängen vom Mandat und den Zielen ab, die wir ihr vorgeben.

Ein Grossteil der Zentralbanken, die wir heute kennen, ist im 19. Jahrhundert entstanden. Die Banque de France etwa 1800, die Österreichische Nationalbank 1817, die deutsche Reichsbank 1871 oder die Banca d'Italia 1893. Die Schweizerische Nationalbank kam als Nachzüglerin gar erst 1907 dazu und das amerikanische Federal Reserve System noch etwas später im Jahr 1914. Zwar wurden die schwedische Riksbank bereits 1668 und die Bank of England 1694 gegründet. Beide standen aber damals noch praktisch ausschliesslich im Dienste der staatlichen Finanzen und dienten der Finanzierung von Staatsschulden und Kriegen. Sie waren noch nicht Zentralbanken im modernen Sinn.

Im 19. Jahrhundert – und weit bis ins 20. Jahrhundert hinein – beherrschten Metallwährungen die Welt, insbesondere die Goldwährung, aber ebenso die Silberwährung, auch in der Schweiz. In diesem Umfeld hatten die Zentralbanken andere Funktionen als die Zentralbanken der Gegenwart. Die Schweiz hat zusammen mit ihrer Umwelt im Laufe des 20. Jahr-

hunderts den Übergang von der Metallwährung zur reinen «Papierwährung» vollzogen.

Der zentrale Unterschied liegt darin, dass Metallwährungen die Menge an Zahlungsmitteln («Geld») an ein Gut mit endlicher Verfügbarkeit koppeln. Damit ist eine gewisse Inflexibilität in der Geldversorgung verbunden, was häufig als Nachteil empfunden wurde. Die Geldschöpfungskapazität der Zentralbank im reinen Papiergeldsystem ist hingegen grundsätzlich unbegrenzt. Damit wiederum ist die Gefahr andauernder Inflations- oder Deflationsprozesse, und sogar von Hyperinflation, verbunden. Fast alle aus der Geschichte bekannten Hyperinflationen haben sich im 20. Jahrhundert unter einem Papiergeldsystem ereignet.

Die Verankerung der Preisstabilität ist deshalb im Papiergeldsystem zwangsläufig zur vorrangigen Aufgabe der Zentralbankpolitik geworden. Diese Aufgabe kann von keiner anderen wirtschaftspolitischen Instanz wahrgenommen werden; es ist für die Stabilität des Wirtschaftssystems essentiell, dass die Zentralbank sie erfüllt. Im Metallwährungssystem des 19. Jahrhunderts dagegen wurde dieses Ziel «automatisch» durch die Bindung des Geldes an ein begrenzt verfügbares Gut gewährleistet. Eine aktiv auf die Verankerung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik war gar nicht nötig.

Im Metallwährungssystem wird die Währungseinheit (z.B. der Franken, der Dollar) einer bestimmten Menge des Währungsmetalls (Gold, Silber) gleichgesetzt. Umgekehrt ausgedrückt: der Preis des Währungsmetalls, gemessen in Währungseinheiten, wird fixiert. Das Währungsmetall wird von der verantwortlichen Währungsbehörde ohne Einschränkung zu diesem Preis gekauft und verkauft. Man spricht von der Einlösepflicht (der Behörde) oder der «Konvertibilität» (des umlaufenden Geldes in das zugrunde liegende Währungsmetall). Ein solches System stellt einen Regelmechanismus dar, der die

Geldmenge ohne weiteren Interventionsbedarf automatisch steuert. Es kann ohne zentrale Notenbank auskommen.

Wieso kam es trotzdem zur Schaffung von Zentralbanken im 19. Jahrhundert? Ein erstes Motiv war sicher fiskalischer Natur. Mit der Schaffung von Geld kann man Einnahmen erzielen; durch Zentralisierung konnte der Staat diese für sich beanspruchen. Darüber hinaus aber – und grundsätzlich viel wichtiger – ging es um die Ausmerzungen gewisser Ineffizienzen, die mit den damaligen Geldsystemen verbunden waren.

In der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts fand das Geld in der Form von Banknoten zunehmend Verwendung. In der Schweiz, wie in zahlreichen anderen Ländern, wurde dieses Notengeld durch miteinander im Wettbewerb stehende, private oder öffentliche Notenbanken (auch «Zettelbanken» genannt) angeboten. Die Banken mussten ihre Noten jederzeit in Metallgeld (Münzen) umtauschen. In einem solchen System bestand die Gefahr, dass eine Bank dazu nicht in der Lage war und zahlungsunfähig wurde. Es war für die Verwender schwierig, Qualität und Akzeptanz unterschiedlicher Noten zu beurteilen. Der Zahlungsverkehr mit Banknoten war daher schwerfällig und mühsam. In der Schweiz blieb die Ausgabe von Banknoten lange weitgehend frei und nicht reguliert. 1881 jedoch wurde sie über ein nationales Banknotengesetz stark vereinheitlicht. Dies wiederum schuf Anreize zu übermässiger Notenausgabe und resultierte in chronischer Währungsschwäche und Abfluss von Währungsmetall.¹

II. Aufgaben der Zentralbankpolitik in den Metallwährungssystemen des 19. und frühen 20. Jahrhunderts

Die Gründungswelle von Zentralbanken im 19. und im angehenden 20. Jahrhundert ist als Reaktion auf solche Herausforderungen zu verstehen. Drei Ziele standen dabei im Mittelpunkt:

- *Die Förderung der Effizienz des Zahlungsverkehrs.* Die Zentralbanken sollten durch Koordination und Vereinfachung des Zahlungsverkehrs zwischen den Banken die Effizienz der Geld-

wirtschaft verbessern, Informations- und Transaktionskosten senken und Entwicklungsimpulse vermitteln. Dies ist die Rolle der Zentralbank als Agentin im Clearingverkehr der Banken. Sie spielte historisch eine wichtige Rolle, nicht zuletzt in der Schweiz.

- *Die Förderung und Gewährleistung der Stabilität des Banken- und Finanzsystems.* Die Zentralbanken sollten der Vermeidung von Liquiditäts- und Banken Krisen und der Eindämmung ihrer Folgen dienen. Die Wirtschaftssysteme des 19. Jahrhunderts waren durch relativ häufige, schmerzhaftes Finanzkrisen gekennzeichnet. Die Schweiz erlebte etwa als Folge des Deutsch-Französischen Kriegs im Jahr 1870 eine dramatische Krise ihrer Liquiditätsversorgung. Dies ist die Rolle der Zentralbank als *Lender of Last Resort*: eines Agenten, der in Notzeiten (grundsätzlich solventen) Banken Mittel zur Verfügung stellt und Paniken und Systemzusammenbrüche verhindert.
- *Die Förderung der Flexibilität in der Geldversorgung.* Die Geldversorgung unter der reinen Metallwährung (mit fixem Metalldeckungsgrad von Noten und Münzen) wurde als allzu rigide und inelastisch betrachtet. Die Zentralbanken sollten hier Abhilfe schaffen und über Variationen des Deckungsgrads in einem gewissen Ausmass auf Liquiditätsbedürfnisse und Gesamtwirtschaft Rücksicht nehmen. Dieser Wunsch war wahrscheinlich ausschlaggebend dafür, dass letztlich die Metallwährungen zugunsten des Papiergeldstandards aufgegeben wurden. Er sollte später im Nachfragemanagement und bei der Konjunktursteuerung des 20. Jahrhunderts noch viel grössere Bedeutung erlangen. Im 19. und frühen 20. Jahrhundert standen dabei Instabilitäten und Störungen des Geld- und Finanzbereichs im Vordergrund, welche durch die Zentralbank korrigiert und gelindert werden sollten.

Flexibilität im Deckungsgrad und in der Geldversorgung wurde dadurch erreicht, dass die Zentralbanken Banknoten nicht nur im Austausch gegen Währungsmetall schufen, sondern auch über Diskontkredit, d.h. kurzfristige Kreditgewährung durch Übernahme («Diskontierung») von Wechselforderungen vor ihrer Fälligkeit (gegen einen Abschlag oder «Diskont»). Die Diskontpolitik, also die Festlegung der Bedingungen für die Gewährung von Diskontkredit (Diskontsatz, Definition der zur Diskon-

¹ Für Details vgl. *Ernst Baltensperger, Der Schweizer Franken – Eine Erfolgsgeschichte. Die Währung der Schweiz im 19. und 20. Jahrhundert, Zürich 2012, Kap. 4.*

tierung zugelassenen Wertpapiere) wurde zu einem zentralen Instrument der Zentralbanken zur Steuerung von Geldmarktverhältnissen und Liquiditätsversorgung.

In den Metallwährungssystemen des 19. und frühen 20. Jahrhunderts – ob Goldstandard, Silberstandard oder Gold-Silberstandard – blieb allerdings der Spielraum für eine autonome nationale Geldpolitik eng begrenzt. Die Logik des Metallwährungssystems gebot es, die Geldpolitik vorrangig auf die Verpflichtung zur Konvertibilität auszurichten. Erst recht galt dies in einem internationalen Festkurssystem, in dem mehrere Länder sich gleichzeitig auf die Verwendung eines bestimmten Metallwährungssystems einigten. Dies machte eine Unterordnung der Geldpolitik unter die Zahlungsbilanzentwicklung (Vermeidung von Zahlungsbilanzungleichgewichten) erforderlich.

III. Veränderte Stellung von Zentralbank und Zentralbankpolitik mit dem Übergang zum reinen Papiergeldsystem

Mit dem Übergang zur reinen Papierwährung ohne Bindung an das Gold oder ein anderes Währungsmetall hat sich die Stellung und Bedeutung der Zentralbank und ihrer Politik, und damit auch die Form der Zentralbankinterventionen, grundlegend verändert. Dieser Übergang fand graduell über das 20. Jahrhundert hinweg statt. Die schärfste und endgültigste Zäsur in diesem Prozess stellte der weltweite Wechsel zu flexiblen Wechselkursen nach dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods Anfang der 1970er-Jahre dar (in dem die Goldbindung zumindest im internationalen Verkehr noch eine wichtige Rolle gespielt hatte).

Der Schritt zu flexiblen Wechselkursen bedeutete für die Zentralbanken einen massiven Machtzuwachs und zugleich eine gewaltige Ausdehnung ihrer Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit. Erst er gewährte ihnen in vollem Umfang die Möglichkeit, eine autonome, auf nationale Zielgrößen ausgerichtete Geldpolitik durchzuführen. Damit sind Vorteile verbunden, zugleich mit dem Wegfall der Restriktion, welche die feste Bindung des Geldumlaufs an die verfügbare Menge eines Währungsmetalls implizierte, aber auch grosse Versuchungen und Risiken. Die Gewährleistung der Geldwertstabilität wurde damit zur vorrangigen, zentralen Aufgabe der Zentralbanken. Die Zentralbanken mussten ihre Instrumente

und Interventionen in der Folge prioritär auf diese Aufgabe ausrichten.

IV. Wechselvolle Erfahrungen der Schweiz mit fixen und flexiblen Wechselkursen

Die Schweiz hat in ihrer Geschichte sowohl mit fixen wie mit flexiblen Wechselkursen ausgedehnte Erfahrung gesammelt. Solange es reibungslos funktioniert, bringt ein Fixkurssystem bemerkenswerte Vorzüge mit sich. Dies war der Fall in der Zeit des klassischen Goldstandards, ebenso in der frühen Ära des Systems von Bretton Woods.

Ein Fixkurssystem setzt aber voraus, dass die Hauptakteure willens sind, eine gegenseitig konsistente Geldpolitik zu betreiben – eine Einigung auf gemeinsame Vorstellungen über die Möglichkeiten, Ziele und Prozeduren der Geldpolitik – soll es funktions- und überlebenstüchtig sein. Letztlich bedingt ein solches System eine Verständigung nicht nur im monetären Bereich, sondern auch auf gewisse Parameter der Wirtschaftspolitik in anderen Feldern, insbesondere auf fiskalische Stabilität und die Flexibilität der Güter- und Faktormärkte. Mangelnde Bereitschaft, diese Bedingungen zu respektieren, führt zum Aufbau langfristig unhaltbarer internationaler Ungleichgewichte und zu Bemühungen, das System über administrative Massnahmen zu stabilisieren, sei es über Handelsbehinderungen und Kapitalverkehrsbeschränkungen, sei es über den Aufbau internationaler Transfermechanismen. Ein System wird damit fast zwangsläufig labil.

Sind diese Bedingungen nicht gegeben, kann ein Fixkurssystem ein hohes Spannungs- und Unruhepotenzial entfalten. Auch dies hat die Schweiz mehrfach und schmerzhaft erfahren: in Phasen der Lateinischen Münzunion im 19. Jahrhundert, besonders ausgiebig in den Wirren der 1930er-Jahre, und später wiederum in der Endphase des Bretton-Woods-Systems. Die Schweiz hat gelernt, dass ein «Leben mit schwankenden Kursen» unter solchen Bedingungen das kleinere Übel darstellen und ein Regime flexibler Wechselkurse die attraktivere Alternative sein kann.² Sind zuverlässige, international breit verankerte

² Michael Bordo/Harold James, Die Nationalbank 1907–1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend?, in: Die Schweizerische Nationalbank 1907–2007, Zürich 2007, 29 ff., 99.

Überzeugungen und Verpflichtungen auf eine Stabilitätsgemeinschaft nicht erreichbar, ist es im Zweifelsfall besser, mit den von Zeit zu Zeit möglichen Turbulenzen eines Systems schwankender Kurse zu leben als mit den Gefahren eines unglaublichen, «scheinkoordinierten» Systems.

Der Übergang zu flexiblen Kursen kam in der Schweiz 1973 mehr aus der Einsicht in die Unausweichlichkeit dieses Schrittes als aus freien Stücken und bewusstem Kalkül zustande. Manche – auch innerhalb von Nationalbank und Politik – fanden diese Entscheidung gefährlich und hegten die Erwartung, dass sie bald durch eine Rückkehr zu einem neuen Festkurssystem abgelöst würde. Gleichwohl kann man sagen, dass die Schweiz und die Nationalbank den Schritt zum Floating und zu einer Politik der monetären Autonomie bewusst und unter Abwägung der entscheidenden Gesichtspunkte getroffen haben, nachdem einmal klar geworden war, dass eine Rückkehr zu einer zuverlässigen, international breit verankerten Festkursordnung angesichts der Heterogenität der geldpolitischen Vorstellungen und Ziele der wichtigen Akteure Illusion blieb.

Die Schweiz hätte sich auch, wie das andere kleine und mittelgrosse Staaten häufig getan haben und tun, an ein anderes Land – mit vorzugsweise stabiler Währung – anhängen können. Im Vordergrund wäre dabei natürlich eine feste Anbindung an die Deutsche Mark gestanden. Eine solche wäre grundsätzlich auch unilateral, ohne formelle Vereinbarungen möglich gewesen. Entsprechende Vorschläge sind denn auch in der schweizerischen Öffentlichkeit und in der wissenschaftlichen Debatte immer wieder vorgebracht und diskutiert worden, etwa im Zusammenhang mit der Entstehung der Europäischen «Währungsschlange» in den frühen 1970er-Jahren oder des 1979 in Kraft gesetzten Europäischen Währungssystems, und erst recht nach der Entstehung der Europäischen Währungsunion Ende der 1990er-Jahre. Über eine Teilnahme an der Währungsschlange wurde in den frühen 1970er-Jahren intensiv diskutiert. 1973 lehnten Bundesrat und Nationalbank eine solche Beteiligung ab. 1975 wurden trotzdem Verhandlungen aufgenommen, die aber ergebnislos blieben, wobei auf der Seite der EU- (damals EWG)-Staaten eine negative Haltung Frankreichs die zentrale Rolle spielte.

Entscheidend für die Schweiz war dabei immer, dass sie mit einer Politik der festen Anbindung ihre geldpolitische Autonomie aufgeben und an die Bundesbank, respektive nach 1999 an die EZB, de-

legiert hätte. Dies hätte ihr nicht nur die Möglichkeit einer eigenständigen, auf die Bedürfnisse der schweizerischen Wirtschaft ausgerichteten Geldpolitik genommen, sondern mit Sicherheit auch den im Laufe des 20. Jahrhunderts fest etablierten Zinsbonus des Schweizer Frankens zum Verschwinden gebracht. Nach der Geschichte der vorausgehenden Jahrzehnte konnte dies für die Schweiz nicht wirklich als attraktive, ernsthafte Alternative erscheinen. Die politisch bedingte Isolation der Kriegs- und Nachkriegsjahre trug ihrerseits zur Bereitschaft und Neigung bei, auf einem selbständigen, autonomen Kurs zu beharren, ebenso die starke Verankerung des Prinzips offener Kapitalmärkte, welches man nicht einem Festkurssystem zu opfern bereit war.

Häufig wird heute gefragt, ob denn geldpolitische Autonomie in der globalisierten Welt der Gegenwart überhaupt noch möglich sei. Ich finde allerdings, alles in allem, kaum Indizien dafür, dass die *grundsätzliche* Möglichkeit einer autonomen nationalen Geldpolitik der Schweiz durch die Entwicklungen der jüngeren Zeit infrage gestellt würde.³ Eine Abkehr von der Politik monetärer Autonomie scheint mir angesichts der akuten Probleme der Eurozone auch weniger denn je angezeigt. Allerdings ist vollkommen klar: Auch wer geldpolitisch autonom ist, muss – im eigenen Interesse – die Restriktionen beachten, die ihm durch sein Umfeld auferlegt werden. Das war im Prinzip schon immer so, es fällt uns einfach heute mehr auf. Trotzdem gewährt die geldpolitische Autonomie einen Spielraum, der bei fester Anbindung an eine andere Währung oder Währungszone nicht vorhanden wäre.

Die optimale Ausnutzung dieses Spielraums ist die zentrale Herausforderung der gegenwärtigen Geldpolitik der SNB. Die Nationalbank befolgt momentan eine Politik der Kursuntergrenze zum Euro. Das ist nicht als Abkehr von der Politik der geldpolitischen Autonomie zu verstehen. Es ist vielmehr die Form, in der sich diese im gegenwärtigen Umfeld internationaler monetärer Turbulenzen äussert. Wir können die Kursuntergrenze ja jederzeit wieder aufheben oder sie anpassen, wenn die Zeit dafür reif ist. Keine internationalen Verpflichtungen oder selbstauferlegten Restriktionen hindern uns daran.

³ Vgl. dazu *Ernst Baltensperger*, Geldpolitik: Autonomie als Stabilitätsanker, in: Katja Gentinetta/Georg Kohler (Hrsg.), *Souveränität im Härtetest*, Zürich 2010, 163 ff., 165–170.

V. Und die Finanzstabilität?

Die weltweite Finanz- und Schuldenkrise der jüngsten Zeit hat dramatisch in Erinnerung gerufen, dass die «alten» Ziele der Zentralbankpolitik, die ursprünglich zu ihrer Errichtung geführt haben, nach wie vor Gültigkeit und Relevanz besitzen. In den relativ ruhigen Jahrzehnten davor war das etwas in Vergessenheit geraten. Die Zentralbankpolitik der letzten Jahre stand extrem im Zeichen der Sicherung funktionsfähiger Geldmärkte und der angemessenen Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität. Der Flächenbrand im internationalen Finanzsystem bewirkte zudem, dass sich die Zentralbanken in weit höherem Mass als je zuvor seit den 1930er-Jahren mit Problemen der Bankenrettung und der Finanzstabilität zu befassen hatten.

Die Zentralbanken haben dabei in nicht wenigen Fällen ihr Mandat eigentlich überschritten, nicht zuletzt weil die Staaten ihre Verantwortung in Finanzpolitik und Bankenregulierung nicht überall angemessen wahrgenommen haben. Es ist aber grosse Vorsicht am Platz, die Zentralbanken hierbei nicht zu überfordern und sicherzustellen, dass ihr zentrales Mandat, die Gewährleistung der Preisstabilität, ob dieser «neuen alten» Aufgaben nicht in Vergessenheit gerät.

Die Zentralbanken haben eine klare Verantwortung für die Stabilität des Finanzsektors. Nicht zuletzt dazu wurden sie, wie beschrieben, im 19. und frühen 20. Jahrhundert geschaffen. Aber diese Rolle sollte sich auf die Sicherung einer adäquaten Liquiditätsversorgung und die Gewährleistung der Effizienz und Sicherheit des Zahlungssystems beschränken. Diese Aufgabe ist untrennbar mit der Regelung des Geldumlaufs und der Geldpolitik der Zentralbank verbunden; sie muss daher zwangsläufig bei dieser angesiedelt sein. Die zentrale Funktion der Zentralbank, die sich daraus ergibt, ist jene eines *Lender of Last Resort*, also eines Agenten, welcher dem Bankensystem in Zeiten von Krise und Liquiditätsknappheit Mittel zuführt und so eine angemessene Versorgung der Wirtschaft mit Zahlungsmitteln sicherstellt. Die Liquiditätshilfe der Zentralbank muss sich dabei gemäss traditioneller Vorstellung auf (temporär) illiquide, aber grundsätzlich solvente Institutionen beschränken.⁴

Eingriffe fiskalischer Art gehören nicht zu den Aufgaben der Zentralbank. Die Rettung insolventer Finanzinstitute mit Staatsgeldern und Staatsgarantien ist fiskalischer Natur und gehört in die Verantwortung des Staats oder einer von ihm beauftragten separaten Überwachungsbehörde.⁵ Dasselbe gilt konsequenterweise auch für Massnahmen und Regulierungen präventiver Art, welche das Eintreten solcher Ereignisse verhindern sollen. Erst recht nicht zum Zentralbankmandat gehört die Finanzierung der Staaten und ihrer Verschuldung zu günstigen Bedingungen. Die Unterordnung unter fiskalische Ziele zählt historisch zu den grössten Gefährdungen der Geld- und Währungspolitik. Dass die Zentralbank die Rolle eines Kreditgebers der letzten Instanz nicht nur für Banken, sondern auch für Staaten spielen soll, wie es in der Verwirrung unserer Zeit gegenwärtig von vielen Seiten gefordert wird – speziell im Hinblick auf die Europäische Währungsunion und das Verschuldungsproblem ihrer Mitgliedländer – darf daher unter keinen Umständen zu den Lehren gehören, die wir aus der Finanzkrise ziehen. Ein solches Verständnis von *Lending of Last Resort* würde die Währungsbehörde zum Agenten der Fiskalpolitik degradieren und wäre mit einer stabilen Geld- und Währungsordnung unvereinbar.

Die Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz ist zugegebenermassen im konkreten Fall schwierig zu treffen. Illiquidität kann Notverkäufe, Verluste und Insolvenz bedingen. Insolvenz umgekehrt kann rasch zu Vertrauensverlust, Refinanzierungsproblemen und Illiquidität führen. Die Unterscheidung ist gleichwohl als Prinzip von grösster Bedeutung, denn sie besagt, dass es beim *Lending of Last Resort* um eine Reaktion auf Imperfektionen des Geld- und Kapitalmarktes geht, und dass es nicht Sinn und Zweck dieser Hilfe sein kann, grundsätzlich nicht mehr lebensfähige Institutionen künstlich am Leben zu erhalten.

Massnahmen und Entscheide, welche mit der Liquidierung, Sanierung und Restrukturierung insolventer oder potenziell insolventer Finanzinstitute zu tun haben, sind daher von der Funktion eines *Lender of Last Resort* klar zu trennen. Massnahmen und

⁴ Die klassische Referenz dazu ist *Walter Bagehot, Lombard Street. A Description of the Money Market*, London 1873.

⁵ Die Beteiligung der Nationalbank am Rettungspaket für die UBS vom Oktober 2008 stellt sich vor diesem Hintergrund als notfallmässiger Ausnahmefall dar, der sich nicht wiederholen sollte.

Regulierungen präventiver Art, welche der Vermeidung solcher Schadensfälle und der Notwendigkeit entsprechender Schadensbegrenzungen dienen, lassen sich nicht davon trennen und sind im gleichen Kontext zu sehen. Es spricht viel dafür, dass der Staat diese Aufgaben einer separaten, selbständigen Regulierungs- und Überwachungsbehörde überträgt, welche unabhängig vom politischen Alltagsgeschehen und seinen kurzfristigen Zwängen ein langfristig optimales Überwachungsregime definiert und verwirklicht. Zur Ausübung dieses Mandats muss diese Behörde mit Unabhängigkeit und entsprechenden Eingriffsbefugnissen ausgestattet sein.

Grundsätzlich ist es denkbar, der Zentralbank im Doppelmandat auch diese Aufgabe zuzuteilen, zusätz-

lich zu ihrem traditionellen geldpolitischen Auftrag. Dies ist aber gefährlich. Die potenziellen fiskalischen Konsequenzen der Entscheide und Massnahmen einer solchen Behörde machen sie stark anfällig auf politische Druck- und Beeinflussungsversuche, und rechtfertigen in einem gewissen Sinn eine solche Einflussnahme auch. Ein Doppelmandat der Zentralbank würde unweigerlich eine Politisierung der Zentralbankpolitik und letztlich eine Beschneidung der in den letzten Jahrzehnten mühsam erworbenen und gefestigten Zentralbankunabhängigkeit zur Folge haben. Für die Geldpolitik und die Gewährleistung der Preisstabilität wäre dies kein gutes Omen. Eine solche Zuordnung der Kompetenzen könnte sich daher auf die Dauer stark kontraproduktiv auswirken.