



Sperrfrist

11. Oktober 2022, 18.45 Uhr

Aktuelle Herausforderungen für die Unabhängigkeit von Zentralbanken

Annual O. John Olcay Lecture on Ethics and Economics
am Peterson Institute

Thomas J. Jordan*

Präsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank
Washington, 11. Oktober 2022
© Schweizerische Nationalbank (Referat auf Englisch)

* Der Referent dankt Samuel Reynard für die Unterstützung bei der Erstellung dieses Textes. Sein Dank geht auch an Claudia Aebersold, Simone Auer, Petra Gerlach, Christian Grisse, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Michael Schäfer, Tanja Zehnder und den Sprachendienst der SNB.



Sehr geehrte Damen und Herren

Ich freue mich sehr, die diesjährige O. John Olcay Lecture on Ethics and Economics halten zu dürfen. John Olcay war eine bemerkenswerte Persönlichkeit und ein echter Gentleman. Er verfügte über ein aussergewöhnlich tiefgreifendes Verständnis von Politik, Wirtschaft und Märkten, und er war stets gewillt und erfreut, eine Vielfalt von Themen zu diskutieren. John war auch ein Freund von mir und ein treuer Unterstützer der Schweizerischen Nationalbank. Es ist mir eine grosse Ehre und Freude, dieses Referat heute in seinem Gedenken zu halten.

Eigentlich hätte der Vortrag 2020 stattfinden sollen, musste dann aber wegen der Pandemie verschoben werden. Damals, vor nur zwei Jahren, hofften viele Zentralbanken auf einen leichten Anstieg der Teuerung in die Nähe ihrer Inflationsziele, und es gab Rufe nach einer direkten Finanzierung von Fiskalausgaben durch die Zentralbanken. Seither haben sich das politische und das wirtschaftliche Umfeld dramatisch verändert. Die Inflation ist fast überall zu hoch, und die Zentralbanken heben ihre Leitzinsen in einer Zeit hoher Staatsverschuldung an. Mancherorts wird die Unabhängigkeit der Zentralbanken öffentlich infrage gestellt.

Solch expliziter Druck, die Unabhängigkeit von Zentralbanken einzuschränken, ist ein eher junges Phänomen. In den letzten Jahrzehnten manifestierte er sich nicht. Im Gegenteil: In Wirtschaft, Politik und Öffentlichkeit herrschte ein starker Konsens über die Notwendigkeit der Unabhängigkeit von Zentralbanken. Dieser Konsens stützte sich nicht nur auf die Theorie, sondern auch auf praktische Erfahrung. Preisstabilität kann nur durch eine unabhängige Geldpolitik erreicht werden, d.h. ohne politischen Druck auf die Zentralbank.

Sind Zentralbanken nicht unabhängig, könnten Regierungen zwecks Sicherung der eigenen Wiederwahl verleitet sein, auf eine expansive Geldpolitik hinzuwirken. Dies, um die Kosten der Staatsverschuldung vorübergehend zu senken und die Konjunktur anzukurbeln. Mit der Zeit würde dies unweigerlich zu hoher Inflation führen. Ohne Unabhängigkeit könnten zudem verschiedene politische Gruppierungen der Zentralbank zusätzliche Ziele aufzwingen. Die Folgen wären Zielkonflikte und schliesslich Zweifel an der Fähigkeit oder Bereitschaft der Zentralbank, Preisstabilität zu gewährleisten. Was im Hinblick auf solche Zielkonflikte ebenso wichtig ist: Verfolgen Zentralbanken andere Ziele als Preisstabilität, ist es ein Leichtes, die Legitimität ihrer Unabhängigkeit infrage zu stellen. Genau aus diesem Grund haben unabhängige Zentralbanken ein enges Mandat erhalten.

Ich werde in diesem Referat ausführen, dass Gefahren für die Unabhängigkeit der Zentralbanken – und damit für ihre Fähigkeit, ihr geldpolitisches Mandat zu erfüllen – stets vorhanden sind und in unterschiedlicher Form auftreten. Während einige offensichtlich sind, lauern andere unter der Oberfläche. Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld sind solche Gefahren besonders akut. Aus Schweizer Sicht werde ich erläutern, welche Fallstricke zu meiden sind, um die unabhängige Festlegung der Geldpolitik zu garantieren und sicherzustellen, dass Zentralbanken frei einen geldpolitischen Kurs verfolgen können, der mittel- bis langfristig Preisstabilität gewährleistet.

Abgrenzung der Massnahmen von Zentralbanken gegenüber der Fiskalpolitik

Zunächst gehe ich auf die Notwendigkeit ein, Massnahmen der Zentralbanken von der Fiskalpolitik abzugrenzen. Geld- und fiskalpolitische Instanzen treffen ihre Entscheide üblicherweise getrennt, d.h. ohne gegenseitige Absprache. Und dies aus gutem Grund. Ein Blick in die Geschichte zeigt: Sind Zentralbanken eng mit den Fiskalbehörden verbunden, wird eine expansive Geldpolitik oft zur Finanzierung von Staatsdefiziten eingesetzt. Dies endete ein ums andere Mal in hoher Inflation.

Eine hohe Inflation ist aus vielen Gründen unerwünscht. Sie reduziert die Kaufkraft der Konsumentinnen und Konsumenten und trifft einkommensschwache Haushalte besonders stark. Zudem führt Inflation zu Preisverzerrungen und dadurch zu einer Fehlallokation von Ressourcen und zu Ineffizienz. Da eine erhöhte Inflation meist auch mit einer erhöhten Volatilität der Inflation einhergeht, löst dies Investitionsunsicherheit und steigende Risikoprämien aus. Hat die Inflation erst einmal ein hohes Niveau erreicht, kann es sehr teuer werden, sie zu bekämpfen.

Aus all diesen Gründen haben Zentralbanken den Auftrag, Preisstabilität zu gewährleisten. Dies schliesst in der Regel auch mit ein, die Konjunktur zu unterstützen. In der Schweiz ist die Nationalbank beauftragt, Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Unser Mandat beschränkt sich also auf den wichtigsten Beitrag, den eine Zentralbank für die Gesellschaft leisten kann. Ausserdem ist die Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank in der Bundesverfassung verankert.

Für Zentralbanken ist die Wahrung ihrer Unabhängigkeit entscheidend, damit sie ihren Auftrag erfüllen können. Geht die Öffentlichkeit davon aus, dass die geldpolitische Instanz Entscheidungen mit dem Ziel trifft, die Staatsfinanzen zu unterstützen, erwartet sie als Folge davon eine höhere Inflation. Da sich solche Erwartungen via Lohnverhandlungen und Preisgestaltung massgeblich auf die tatsächliche Inflation auswirken, kann diese rasch ausser Kontrolle geraten. Deshalb ist es wichtig, bereits den Anschein zu vermeiden, dass die Geldpolitik von fiskalischen Überlegungen dominiert sein könnte.

Nichtsdestotrotz ist auch zu beachten, dass unabhängige Zentralbanken die fiskalpolitischen Auswirkungen nicht ignorieren können, wenn sie ihre Geldpolitik in Einklang mit ihrem Mandat festlegen. Die Fiskalpolitik kann sich auf Wachstum, Inflation, Zinssätze und Risikoprämien auswirken. Eine vernünftige Geldpolitik, die auf den Erhalt der Preisstabilität ausgerichtet ist, muss diese Auswirkungen der Fiskalpolitik auf die Volkswirtschaft und auf die monetären Bedingungen berücksichtigen.

Aussergewöhnliches geld- und fiskalpolitisches Erbe seit der globalen Finanzkrise

Im Folgenden gehe ich kurz auf das aussergewöhnliche geld- und fiskalpolitische Erbe ein, das sich seit der globalen Finanzkrise ergeben hat, sowie auf die Herausforderungen, die sich dadurch heute für die Unabhängigkeit der Zentralbanken stellen.

Nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise senkten viele Zentralbanken ihre Leitzinsen auf ein sehr tiefes Niveau oder – in manchen Ländern wie der Schweiz – gar in den negativen Bereich. Auch brachten sie die längerfristigen Zinssätze zum Sinken, indem sie Staats- und Unternehmensanleihen kauften. Dadurch weiteten sich die Bilanzen der Zentralbanken aus, und die damit verbundenen Risiken stiegen an.

Vor zwei Jahren schränkten die Massnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie die Wirtschaftsaktivitäten stark ein. Sowohl die Fiskalpolitik als auch die Geldpolitik reagierten mit Entschlossenheit: Mittels Sozialleistungen und Konjunkturpaketen halfen die Fiskalbehörden, die Wirtschaft zu stabilisieren. Die historisch beispiellosen fiskalischen Impulse führten in vielen Ländern zu einem massiven Anstieg der bereits zuvor hohen Verschuldung. Durch das Bereitstellen von Liquidität gewährleisteten Zentralbanken das Funktionieren der Märkte, und mit einer lockeren Geldpolitik verfolgten sie zudem das Ziel, die Wirtschaftsaktivitäten zu stabilisieren und eine Deflation zu verhindern.

Für eine wirksame Reaktion auf diese höchst ungewöhnliche Wirtschaftskrise war eine Kooperation zwischen Geld- und Fiskalpolitik notwendig und gerechtfertigt. In gegenseitiger Abstimmung ergriffen die geld- und fiskalpolitischen Instanzen Massnahmen zur Vermeidung einer Kreditklemme, die eine Konkurswelle und massive Arbeitslosigkeit hätte auslösen können. Viele Unternehmen waren von den behördlichen Einschränkungen zur Eindämmung der Corona-Pandemie besonders stark betroffen. Ziel der koordinierten Massnahmen war es, diesen Unternehmen rasch Zugang zu Kapital zu ermöglichen, und zwar zu günstigen Konditionen. Illiquidität sollte keinesfalls zu Insolvenz führen. In der Schweiz beispielsweise wurde ein gemeinsames Paket mit Massnahmen des Bundes, der Nationalbank und des Privatsektors geschnürt, um Liquiditätsengpässe von Unternehmen zu überbrücken. Dieses Massnahmenpaket zeigte Wirkung: Innerhalb weniger Wochen erhielt ein Fünftel aller Schweizer Unternehmen einen Kredit, um den pandemiebedingten Liquiditätsengpass zu meistern.

Während der Corona-Pandemie waren solche koordinierten Anstrengungen zwischen den fiskal- und geldpolitischen Instanzen notwendig. Und sie waren auch einfach aufeinander abzustimmen, da sich die Fiskal- und die Geldpolitik in dieselbe expansive Richtung bewegen mussten. Jetzt aber müssen die Zentralbanken unmissverständlich signalisieren, dass diese Koordination kein erster Schritt hin zu einer Geldpolitik war, die von fiskalischen Notwendigkeiten dominiert wird. Dies ist aus zwei Gründen wichtig.

Erstens sollte eine solche Kooperation stets zeitlich begrenzt und auf aussergewöhnliche Umstände beschränkt sein. Sie darf nicht mit dem Aufgeben der Unabhängigkeit durch die

Zentralbank verwechselt werden. Und zweitens hat sich das geopolitische und wirtschaftliche Umfeld inzwischen drastisch verändert. Während die Pandemie anfänglich sowohl den Wirtschaftsaktivitäten als auch der Inflation einen Dämpfer versetzte, begannen bald schon diverse Faktoren, wie Lieferengpässe, Nachholbedarf sowie geld- und fiskalpolitische Impulse, Aufwärtsdruck auf die Preise auszuüben. Der starke Anstieg der Energiepreise, teilweise angeheizt durch den Krieg in der Ukraine, hat die Preise weiter in die Höhe getrieben und gleichzeitig das Wachstum gebremst. Die Geldpolitik muss nun in einem Umfeld hoher Staatsverschuldung gestrafft werden.

Der Grundsatz, wonach Zentralbanken ihre Geldpolitik nicht von fiskalischen Notwendigkeiten dominieren lassen dürfen, ist seit jeher gültig. Aber im aktuellen Umfeld mit hoher Inflation und nachlassender Wirtschaftsaktivität – und mit dem Vermächtnis einer hohen Staatsverschuldung und grosser Zentralbankbilanzen – ist es besonders schwierig, sich an diesen Grundsatz zu halten.

Im Folgenden erläutere ich nun zwei Arten fiskalischer Dominanz, die ich als «missbrauchte» und «fehlgeleitete» Geldpolitik bezeichne. Bei einem Missbrauch der Geldpolitik entscheidet die Zentralbank explizit, die Staatsfinanzen zu unterstützen; eine solche Politik ist Ausdruck eines Mangels an guter und stabiler Governance. Zu einer fehlgeleiteten Geldpolitik kommt es dann, wenn sich Zentralbanken in ihrem Urteil beeinflussen lassen, um Druck seitens der Politik zu vermeiden, was zu geldpolitischen Fehlern zugunsten der Staatsfinanzen führt.

Erstes Risiko für die Unabhängigkeit: ein Missbrauch der Geldpolitik

Ich beginne mit dem Missbrauch der Geldpolitik, der sich auf zwei Arten äussern kann: auf eine offensichtliche und auf eine etwas subtilere. Eine offensichtliche Art der fiskalischen Dominanz läge vor, wenn sich die Zentralbank dazu drängen liesse, den Staat direkt zu finanzieren. So könnte sie etwa aufgefordert werden, die Staatsschulden direkt zu kaufen, was im Wesentlichen einer Finanzierung der öffentlichen Ausgaben über die Notenpresse gleichkäme. Oder noch offensichtlicher: Sie könnte das Geld als «Geschenk» geben – zulasten ihres Eigenkapitals. Die meisten Zentralbankgesetze verbieten jedoch eine solche direkte Finanzierung.

Allerdings hielt dies während der Coronakrise einige Ökonomen nicht davon ab, für eine direkte monetäre Finanzierung von fiskalischen Ausgaben zu plädieren. Meist ging es bei diesen Vorschlägen um eine einmalige Zahlung zur zweckgebundenen Finanzierung bestimmter Staatsausgaben, etwa pandemiebedingter volkswirtschaftlicher Kosten.¹ Dies würde jedoch Tür und Tor öffnen für weitere Begehrlichkeiten: Wird die Geldpolitik einmal zur Finanzierung eines fiskalischen Zwecks eingesetzt, lässt die nächste – und die

¹ Siehe z.B. Gali, J. (2020), *Helicopter money: The time is now*, VoxEU, oder Kaufmann, D., A. Rathke und J.-E. Sturm (2020), *Was kann die SNB noch tun?*, Blog Ökonomenstimme, oder Gersbach, H. und J.-E. Sturm (2020), *Ein Schweizfonds mit 100 Mia. Franken als zweiter Pfeiler*, Blog Ökonomenstimme.

übernächste – löbliche Idee nicht lange auf sich warten. Schliesslich wird sich die Geldpolitik nicht mehr auf ihr Mandat der Preisstabilität konzentrieren können.

In diesem Zusammenhang möchte ich gerne kurz auf zwei wichtige Themen eingehen: auf Programme zum Ankauf von Anleihen und auf die Gewinnausschüttung. In den letzten Jahren haben viele Zentralbanken Staatsschulden gekauft, um die monetären Bedingungen zu lockern. Diese Käufe hatten einen direkten Bezug zum Mandat der Zentralbanken und wurden in der Absicht getätigt, die längerfristigen Zinssätze für die Gesamtwirtschaft zu senken. Ihr Zweck war nicht die Entlastung der Staatsfinanzen, womit es sich nicht um eine versteckte monetäre Finanzierung handelte.

Auch die Gewinnausschüttung von Zentralbanken dient nicht als Deckmantel für eine monetäre Finanzierung. Diese Gewinne stammen aus dem Monopol zur Schaffung von Zentralbankgeld. Es ist üblich, dass Zentralbanken einen Teil des erwirtschafteten Gewinns zum Aufbau ihres Eigenkapitals einbehalten und dann den Rest dem Staat ausschütten. Wie die Programme zum Ankauf von Anleihen richtet sich auch die Gewinnausschüttung nicht nach den öffentlichen Finanzen. Natürlich besteht stets ein Risiko, dass solche Kaufprogramme oder Gewinnausschüttungen aufgrund des politischen Drucks zu umfangreich ausfallen und deshalb im Laufe der Zeit zu höherer Inflation führen.

Lassen Sie mich aber auf das Risiko eines Missbrauchs der Geldpolitik zu fiskalischen Zwecken zurückkommen. Neben dem direkten Druck auf Zentralbanken zur Finanzierung von Staatsausgaben gibt es noch eine zweite, subtilere Form des Missbrauchs. Ein solcher Missbrauch liegt dann vor, wenn Zentralbanken unter Druck gesetzt oder gar aufgefordert werden, zugunsten der Staatsfinanzen die Zinsen nicht zu erhöhen oder Anleihen nicht in dem Umfang oder Tempo zu verkaufen, wie dies für die Bekämpfung der Inflation erforderlich wäre.

Fällt eine geldpolitische Reaktion schwächer aus als eigentlich nötig, kann die Inflation höher als erwartet ausfallen, was den realen Wert der Staatverschuldung reduziert. In der gegenwärtigen Situation könnten Zentralbanken aufgefordert werden, Zinserhöhungen aufzuschieben oder im Umfang zu beschränken. Dies würde den Schuldendienst des Staates tief halten. Gleichzeitig würden die Verluste der Zentralbanken auf ihren Wertschriften mit langen Laufzeiten begrenzt, was die Gewinnausschüttung an den Staat künstlich auf höherem Niveau halten würde.

Während eine direkte Staatsfinanzierung ein offener Gesetzesverstoss wäre, würde eine solche indirekte Finanzierung mittels einer absichtlich zu expansiven Geldpolitik – bei der eine höhere Inflation in Kauf genommen würde – «nur» dazu führen, dass die Zentralbank ihr Mandat nicht erfüllt.

Zweites Risiko für die Unabhängigkeit: eine fehlgeleitete Geldpolitik

Fiskalische Dominanz beschränkt sich jedoch nicht auf den direkten Missbrauch der Geldpolitik. Es gibt einen zweiten Fallstrick, welcher der Unabhängigkeit von Zentralbanken

zum Verhängnis werden kann: eine fehlgeleitete Geldpolitik. Dieses Risiko ist innerhalb der Zentralbank selbst angesiedelt und weit schwieriger zu erkennen.

Den angemessenen geldpolitischen Kurs zu bestimmen, war noch nie einfach. In den letzten Jahren haben globale Krisen und strukturelle Veränderungen zu erheblicher Unsicherheit bezüglich der makroökonomischen Aussichten geführt. So sind beispielsweise der Gleichgewichtszinssatz und die Produktionslücke schwierig zu bestimmen, und die Auswirkungen struktureller Trends, etwa der Globalisierung, auf die Inflation lassen sich nur schwer abschätzen. Werden höhere Gleichgewichtszinssätze, ein tieferes Produktionspotenzial oder die Deglobalisierung nicht angemessen berücksichtigt, könnte dies in einer zu expansiven Geldpolitik und steigender Inflation münden.

Die Mitarbeitenden der Zentralbanken versuchen, in ihren Modellen strukturelle Veränderungen zu erfassen, damit sie Empfehlungen zuhanden der Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger abgeben können. Die geldpolitischen Entscheide werden dann – unter Berücksichtigung der Modellunsicherheit – auf Grundlage der verfügbaren Evidenz gefällt. Begrenzte Informationen und begrenztes Wissen lassen jedoch einen grossen Spielraum offen. Im gegenwärtigen Umfeld ist deshalb eine Tendenz hin zu einem leicht expansiven geldpolitischen Kurs möglicherweise durch politischen Druck bedingt, da die Unsicherheit einen Entscheid rechtfertigen kann, der den öffentlichen Finanzen in die Hände spielt.

Potenzieller politischer Druck kann geldpolitische Empfehlungen über verschiedene Kanäle zugunsten eines expansiven Kurses beeinflussen. Lassen Sie mich dies anhand von drei Beispielen aufzeigen.

Erstens kommen Zentralbanken möglicherweise bei der Interpretation ihrer eigenen Analysen eher zum Schluss, dass eine expansivere Geldpolitik nötig ist – einfach aus dem Grund, weil sie in der kurzen Frist politischen Druck vermeiden wollen.² Verbunden mit der aufgeschobenen Straffung der Geldpolitik ist die implizite Hoffnung, dass sich die Finanzierungsprobleme des Staates lösen, bevor die Inflation anzieht.

Zweitens ist es gegenwärtig schwierig zu erkennen, inwieweit der Inflationsdruck dauerhaft ist und inwieweit vorübergehend. Unsere eigenen Umfragen zeigen, dass es für Schweizer Unternehmen derzeit einfacher ist, Preiserhöhungen an die Kundschaft weiterzugeben, als dies früher der Fall war, und dass Angestellte für ihre Lohnverhandlungen bessere Karten in der Hand haben. Solche strukturellen Veränderungen – und die Tatsache, dass sich die monetäre Lockerung und die Fiskalimpulse der letzten Jahre verzögert auf die Inflation auswirken – könnten dazu führen, dass die Hartnäckigkeit der Inflation unterschätzt wird. Als Folge reagieren Zentralbanken vielleicht zurückhaltender auf den beobachteten Inflationsanstieg, als es angebracht wäre. So straffen sie die geldpolitischen Zügel womöglich

² Diese Tendenz scheint nicht nur bei Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträgern aufzutreten, sondern auch in der Zentralbankforschung zum Thema Wirksamkeit der Geldpolitik. Vgl. Fabo, B., M. Jančoková, E. Kempf und L. Pastor (2020), *Fifty shades of QE: Conflicts of Interest in Economic Research*, Becker Friedman Institute Working Paper, 2020-128.

zu langsam, um das Risiko eines Konjunkturabschwungs – der den Staat in eine schwierigere Lage bringen würde – zu vermeiden.

Drittens besteht Unsicherheit darüber, wann und in welchem Umfang sich die preistreibenden Effekte der Deglobalisierung manifestieren. Die Entscheidungsträgerinnen und Entscheidungsträger könnten dazu tendieren, einen zu grossen Teil der beobachteten Inflation auf einmalige Anpassungseffekte der geänderten internationalen Lieferketten zurückzuführen, und folglich von einer strafferen Geldpolitik und einer Dämpfung der Nachfrage absehen. Natürlich würde dies kurzfristig wiederum den öffentlichen Finanzen zugutekommen.

Es ist viel schwieriger, eine fehlgeleitete Geldpolitik zu erkennen als einen Missbrauch der Geldpolitik. Zentralbanken treffen ihre Entscheide in einem Umfeld hoher Unsicherheit, und es wird heftig diskutiert, ob strukturelle Veränderungen stattfinden und wie die Geldpolitik darauf reagieren muss. Angesichts der verzögerten Transmission der Geldpolitik können die wahren Überlegungen hinter einer Tendenz zur Lockerung lange Zeit unentdeckt bleiben. Und da gleichzeitig verschiedene strukturelle Veränderungen stattfinden, bliebe ein versteckter Einfluss der fiskalischen Dominanz möglicherweise für immer unentdeckt.

Was müssen wir tun, um die Unabhängigkeit sicherzustellen?

Wo stehen wir also heute? Der Missbrauch der Geldpolitik zum Zweck der Staatsfinanzierung wird gegenwärtig zu einem realen Risiko. Die Zentralbanken haben mit der Straffung der Geldpolitik begonnen, um die Inflation wieder zu senken – sie konzentrieren sich also auf ihr Mandat. Doch eine weitere Straffung wird womöglich nicht von allen Teilen der Gesellschaft begrüsst. Mit zunehmenden Kosten für den Schuldendienst könnte sich der politische Druck erhöhen, die Straffung hinauszuzögern, zu verlangsamen oder zu begrenzen. Da die Inflation anhält und über den Zielwerten der Zentralbanken liegt, bieten die Zentralbanken der Politik eine grössere Angriffsfläche. In einigen Fällen haben Politikerinnen und Politiker bereits begonnen, die Unabhängigkeit von Zentralbanken öffentlich infrage zu stellen. Alleine schon dieser Druck könnte die Bereitschaft der Zentralbanken erhöhen, dem Staat Hand zu bieten, um so Änderungen ihres eigenen institutionellen Rahmens und ihres Mandats zu vermeiden.

Und wie sieht es im heutigen Umfeld mit dem Risiko der fehlgeleiteten Geldpolitik, also einer Tendenz zu einer expansiven Geldpolitik, aus? Angesichts der höheren Staatsverschuldung und der strukturellen wirtschaftlichen Unsicherheit hat sich auch dieses Risiko erhöht. Indem sie versuchen, Kritik aus den Rängen der Politik zu vermeiden, könnten sich die Zentralbanken in der aktuellen Wirtschaftslage in ihrem Urteil beeinflussen lassen.

In der Tat ist die Wirtschaftslage komplex. Um die Inflation wirksam bekämpfen zu können, müssen die Zentralbanken unabhängig sein – und dies ausgerechnet zu einem Zeitpunkt, da ihre Unabhängigkeit wegen der hohen Inflation in Gefahr ist. Dies bringt mich zu einer letzten Frage: Wie kann die Unabhängigkeit am besten sichergestellt werden? Meine Antwort umfasst drei Elemente.

Erstens muss die Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik klar bleiben. Zentralbanken müssen dafür sorgen, dass die während der Pandemie notwendige Kooperation zwischen Geld- und Fiskalpolitik nicht als erster Schritt hin zu fiskalischer Dominanz aufgefasst wird. Auch wenn eine optimale Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik gemäss gewissen theoretischen Modellen, in denen ein zentraler Planer im besten Interesse des Landes handelt, ein besseres makroökonomisches Resultat hervorbringen würde, sollten sich Zentralbanken an den Grundsatz halten, wonach keine Koordination stattfinden darf. Für Politiker, die sich Wahlen stellen müssen, kann die monetäre Finanzierung schlicht eine zu grosse Verlockung sein.

Eine klare Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik wird am besten erreicht, wenn Zentralbanken ein eng definiertes Mandat haben, das sich auf ihre Kernaufgabe konzentriert: die Gewährleistung mittelfristiger Preisstabilität. Derzeit herrscht eine Tendenz zur Ausweitung des Mandats der Zentralbanken auf zusätzliche Ziele wie den Kampf gegen den Klimawandel oder gegen Ungleichheit. In der Schweiz gibt es Forderungen, die Gewinne der Nationalbank zur Finanzierung der Altersvorsorge zu verwenden. Für diese Aufgaben ist jedoch eindeutig der Staat zuständig. Solche zusätzlichen Ziele würden zu einer impliziten Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik führen und das Risiko fiskalischer Dominanz erhöhen.

Das zweite Element zur Sicherstellung der Unabhängigkeit von Zentralbanken ist die Verhinderung eines Missbrauchs der Geldpolitik zur Finanzierung des Staatshaushalts. Die finanziellen Bedingungen sollten jetzt gestrafft werden mit dem klaren Fokus, die Inflation wieder auf den Zielwert zu senken. Die Erfüllung ihres Mandats ist der Sinn und Zweck einer Zentralbank – ihre Daseinsberechtigung. Ist die Preisstabilität wiederhergestellt, bieten die Zentralbanken weniger Angriffsfläche, da sie nicht länger für die Nichterfüllung ihres Mandats verantwortlich gemacht werden können.

Als drittes Element zur Verteidigung der Unabhängigkeit von Zentralbanken ist sicherzustellen, dass die Geldpolitik nicht fehlgeleitet ist, dass also keine unterschwellige expansive Tendenz besteht. Die Zentralbanken sollten bei ihren ökonomischen Analysen Selbstkritik walten lassen. Sie müssen sich stets bewusst sein, dass sie der Politik einen Dienst erweisen, wenn sie bei der Straffung der Geldpolitik auf der vorsichtigen Seite bleiben. Ihr Fokus muss aber auf den verfügbaren Daten und ihrem Mandat liegen. Ergibt sich aufgrund neuer Informationen ein verändertes Bild, müssen die Zentralbanken ihre Einschätzung und die Geldpolitik anpassen und dies klar kommunizieren. Indem sie ihre Arbeit gut machen, erbringen Zentralbanken den Beweis, dass sie ihre Unabhängigkeit im besten Interesse der Gesellschaft ausüben.

Fazit

Meine Damen und Herren, damit komme ich zum Schluss meines Referats.

Die Risiken für die Unabhängigkeit der Zentralbanken sind real und präsent, weltweit wie auch in der Schweiz. Für Zentralbanken ist ihre Unabhängigkeit unverzichtbar – nicht als

Selbstzweck, sondern als Mittel zur Erfüllung ihres Mandats und im Gesamtinteresse der Gesellschaft. Diese Unabhängigkeit gilt es zu verteidigen. Und die Zentralbanken müssen sich ihrer Unabhängigkeit und des ihnen entgegengebrachten Vertrauens auch als würdig erweisen.

Besten Dank.