

# Wie nimmt die SNB Einfluss auf den Hypothekarmarkt?

Die Entwicklungen am Hypothekar- und Immobilienmarkt sind von zentraler Bedeutung für die Gesamtwirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) kann in erster Linie über die Höhe des Referenzzinssatzes und in zweiter Linie über makroprudenzielle Instrumente wie den antizyklischen Kapitalpuffer auf diese Märkte einwirken. Letzterer wurde zu Beginn dieses Jahres vom Bundesrat auf Antrag der SNB aktiviert, um die Risiken am Hypothekar- und Immobilienmarkt einzudämmen.



Die Rolle der Schweizerischen Nationalbank am Hypothekarmarkt ist sowohl diejenige einer wichtigen Akteurin als auch einer aufmerksamen Beobachterin. Foto: Keystone



**Jean-Pierre Danthine**  
Vizepräsident des Direktoriums,  
Schweizerische Nationalbank (SNB),  
Bern

Die Immobilienkrise Ende der 1980er-Jahre ist in der Schweiz noch immer im kollektiven Gedächtnis präsent. Die in letzter Zeit beobachteten Entwicklungen in Irland, in Spanien oder in den USA lassen diese Erinnerung wieder vermehrt aufleben. In einem Umfeld, das durch weltweit ausserordentlich tiefe Zinsen sowie eine starke Dynamik an den Schweizer Hypothekar- und Immobilienmärkten geprägt ist, stellt sich zu Recht die Frage, ob die Schweiz nicht Gefahr läuft erneut in eine Immobilienkrise zu geraten.

Die Rolle der Schweizerischen Nationalbank (SNB) am Hypothekarmarkt ist sowohl diejenige einer wichtigen Akteurin als auch einer aufmerksamen Beobachterin. Sie ist Akteurin, weil die Zinspolitik, die sie in Erfüllung ihres Auftrags umsetzt, die Bedingungen am Kreditmarkt beeinflusst, ohne dass letzteres Ziel der Geldpolitik ist.<sup>1</sup> Ebenso hat sie die formelle Kompetenz, die Aktivierung, Anpassung und Deaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers zu beantragen. Damit kann sie die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems gegenüber Risiken stärken, die sich aus den Entwicklungen am Kredit- und Immobilienmarkt für die Finanzstabilität ergeben. Die

SNB ist aufmerksame Beobachterin, weil die Verhältnisse am Kredit- und Immobilienmarkt für die Dynamik von Nachfrage und Preisen sowie für die Stabilität des Finanzsystems von grosser Bedeutung sind.

## Zusammenhänge von Kreditschöpfung und Zinssteuerung

Die SNB vergibt selber keine Kredite an Privatpersonen oder Unternehmen. Da sie jedoch das Emissionsmonopol für Schweizer Franken innehat, beeinflusst sie in direkter Weise die Entwicklung der Bankkredite. Um zu verstehen, wie die SNB die Kreditvergabebedingungen beeinflusst, sind die folgenden drei Aspekte von Bedeutung:

- Erstens ist die SNB für die Emission von Schweizer Franken zuständig, also für die *Notenbankgeldmenge*. Diese besteht einerseits aus Münzen und Banknoten, andererseits aus den Giro Guthaben der Geschäftsbanken bei der SNB. Münzen und Banknoten werden allgemein für Barzahlungen eingesetzt, während die Giro Guthaben von den Geschäftsbanken für die Abwicklung von Interbankzahlungen genutzt werden.

Kasten 1

### Danksagung

Der Autor dankt Romain Baeriswyl und Till Ebner für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Artikels.

- Zweitens schaffen die *Geschäftsbanken durch die Kreditvergabe Guthaben*: Wenn sie einen Kredit sprechen, wird dieser dem Schuldner als Einlage auf seinem Depotkonto gutgeschrieben. Der Betrag, den der Schuldner erhält, wird dabei nicht von den Einlagen anderer Depotinhaber abgezogen. Durch die Kreditvergabe erhöht sich somit das Gesamtvolumen der Einlagen bei den Geschäftsbanken.
- Drittens verlangt das Gesetz von den Geschäftsbanken, dass sie eine im Verhältnis zu ihren kurzfristigen Verbindlichkeiten stehende *Mindestmenge an Notenbankgeldmenge* halten.<sup>2</sup> Demnach ist die Fähigkeit einer Bank, Kredite zu vergeben, durch die Höhe der Notenbankgeldmenge beschränkt; dasselbe gilt für das gesamte Bankensystem.

Indem die SNB die Kontrolle über die Notenbankgeldmenge ausübt, kann sie daher die Kreditvergabe der Banken beeinflussen. In der Umsetzung ihrer Geldpolitik zielt die SNB allerdings nicht auf die Menge, sondern auf den Zinssatz. Sie legt dabei ein Zielband fest für den Dreimonats-Libor in Schweizer Franken, also für den unter Banken vereinbarten Preis für ein dreimonatiges ungesichertes Darlehen. Setzt die SNB das für den Dreimonats-Libor angestrebte Niveau herab, wird sie veranlasst, die Notenbankgeldmenge auszudehnen. Dadurch erhöht sich das Kreditvolumen, das die Geschäftsbanken vergeben können. Zudem wirkt sich das tiefere Zinsniveau am Geldmarkt auf die Gesamtheit der Zinssätze aus, so dass die Kreditkosten sinken und die Nachfrage nach Krediten – so auch nach Hypothekarkrediten – der Privatpersonen und Unternehmen steigt.

### Makroökonomische Effekte einer Kreditexpansion

Eine Expansion der Bankkredite hat makroökonomisch vielschichtige Auswirkungen, namentlich auf die Gesamtnachfrage, auf die Preise sowie auf die Finanz- und Wirtschaftsstabilität.

Zunächst stimuliert die Expansion der Bankkredite die Gesamtnachfrage, da die Geschäftsbank mit den geliehenen Beträgen – wie erläutert – neue Bankeinlagen schafft. Der Schuldner ist in der Folge in der Lage, Ausgaben zu tätigen, indem er auf diese neu geschaffenen Einlagen zurückgreift. Die Geldhaltung oder die Ausgaben der anderen Wirtschaftssubjekte werden dabei nicht beeinträchtigt.

Diese durch die Kreditexpansion getriebene Ankurbelung der Gesamtnachfrage übt einen Aufwärtsdruck auf die Preise aus. Die-

ser wirkt jedoch nicht auf alle Preise gleichzeitig. Wenn die Banken hauptsächlich Hypothekarkredite gewähren, werden die entsprechenden Beträge zuerst am Immobilienmarkt ausgegeben, wo sie der Nachfrage und den Preisen Auftrieb verleihen.

Eine starke Kreditexpansion kann aber unter Umständen die Stabilität des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft gefährden. Dies gilt insbesondere, wenn die Kreditexpansion mit einem kräftigen Wachstum der Immobilienpreise gekoppelt ist. Eine solche Situation erhöht das Risiko von Zahlungsausfällen und Preiskorrekturen im Falle eines negativen Schocks, wie z.B. eines kräftigen Zinsanstiegs. In einem solchen Fall kann ein Schuldner, der von den tiefen Zinsen profitierte und einen Hypothekarkredit aufnahm, in finanzielle Schwierigkeiten geraten, wenn er den Kredit zu einem höheren Zinssatz verlängern muss oder wenn er einen Kredit mit variablem Zins aufgenommen hat. Die Schwierigkeiten werden durch den Umstand akzentuiert, dass die für den Kredit als Sicherheit dienende Liegenschaft in einem Umfeld, das von steigenden Zinsen geprägt ist, tendenziell an Wert verliert. Dies kann letztlich eine Abwärtsspirale von fallenden Immobilienpreisen, zunehmenden Kreditausfällen und belasteten Bankbilanzen auslösen und birgt das Risiko einer Wirtschaftskrise sowie allenfalls deflationärer Entwicklungen.

### Risikoprävention mit makroprudenziellen Instrumenten

Solche Zusammenhänge haben auch in der jüngsten Finanzkrise eine wesentliche Rolle gespielt. Dabei wurde insbesondere deutlich, dass die via Zinssteuerung erreichte Preisstabilität alleine keine ausreichende Voraussetzung für Finanzstabilität ist. Es ist daher denkbar, dass ein für die Preisstabilität notwendiges Zinsniveau eine nicht nachhaltige Kreditexpansion zur Folge hat. So entwickelten sich die massiven Ungleichgewichte im US-Kredit- und Immobilienmarkt vor dem Hintergrund einer weitherum erfolgreich tief gehaltenen Inflation. Es kann also sein, dass in gewissen Situationen das Zinsinstrument nicht ausreicht, um gleichzeitig für stabile Preise zu sorgen und Kreditexzesse zu verhindern. Dies ist ein Beispiel des wohlbekannten *Tinbergen-Prinzips*: Es besagt, dass pro wirtschaftspolitischem Ziel ein Instrument vorhanden sein muss, um jedes Ziel nachhaltig zu erreichen.

Vor diesem Hintergrund wird im Nachgang der Finanzkrise weltweit über zusätzliche Instrumente nachgedacht, mit deren Hilfe die Stabilität des Finanzsystems gestärkt und auf nicht nachhaltige Entwicklungen am

1 Der gesetzliche Auftrag der SNB (Artikel 99, Bundesverfassung und Artikel 5, Nationalbankgesetz) umfasst die Gewährleistung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung. In diesem Rahmen hat die SNB, unter anderem, zur Finanzstabilität beizutragen.

2 Zu diesen Verbindlichkeiten zählen unter anderem die Sichteinlagen der Kunden, siehe Artikel 14, Nationalbankverordnung. Die Geschäftsbanken tendieren oft dazu, die Mindestreservvorschriften zu überschreiten. Damit stellen sie sicher, dass sie jederzeit ihren Verpflichtungen nachkommen können. Eine solche Übererfüllung hat jedoch keinen Einfluss auf die hier beschriebenen Mechanismen.

Hypothekar- und Immobilienmarkt Einfluss genommen werden kann. Dabei handelt es sich um sogenannte makroprudenzielle Instrumente. Diese haben allgemein zum Ziel, systemweite Risiken direkt anzugehen und dabei nicht zuletzt auch eine präventive Wirkung zu entfalten. Eine breite Palette an möglichen Instrumenten steht dabei zur Diskussion. Im Rahmen der internationalen Finanzmarktregulierungsreform (Basel III) wurde insbesondere ein antizyklischer Kapitalpuffer (*Countercyclical Capital Buffer, CCB*) ins Regelwerk aufgenommen. Dieser erlaubt es den Behörden, die Banken zeitweise dazu zu verpflichten über die strukturellen Kapitalanforderungen hinaus zusätzliche Kapitalpolster aufzubauen. Dabei ist vorgesehen, dass die Höhe dieses Puffers in Abhängigkeit von den Entwicklungen am Kreditmarkt festgelegt wird. Die Länder sind angehalten, bis 2016 die gesetzlichen Voraussetzungen für eine allfällige Aktivierung eines solchen CCB zu schaffen.

### Der Bundesrat aktiviert den antizyklischen Kapitalpuffer

In der Schweiz wurde dieses Instrument vom Bundesrat bereits 2012 im Rahmen eines Massnahmenpakets zur Eindämmung der Risiken am Hypothekar- und Immobilienmarkt eingeführt; im Februar 2013 beschloss der Bundesrat auf Antrag der SNB, den CCB zu aktivieren. Der CCB wurde dabei auf die Hypothekarkredite zur Finanzierung von Wohnliegenschaften in der Schweiz ausgerichtet. Die Banken wurden verpflichtet ab 30. September dieses Jahres ein zusätzliches Kapitalpolster in der Höhe von 1% der entsprechenden risikogewichteten Positionen zu halten.<sup>3</sup>

Damit ist die Schweiz international eines der ersten Länder, das von diesem Instrument aktiv Gebrauch macht. Dies kann nicht erstaunen. Die aktuelle Situation in der Schweiz ist exemplarisch mit Blick auf das erwähnte *Tinbergen-Prinzip*: Zum einen kann die SNB im gegenwärtigen Umfeld – geprägt von weltweit tiefen Zinsen und einer auf den Mindestkurs gegenüber dem Euro ausgerichteten Geldpolitik – die angestrebte Höhe des Libor kaum anheben, ohne Aufwertungs- und Deflationsrisiken einzugehen. Zum anderen ist an den inländischen Hypothekar- und Immobilienmärkten seit mehreren Jahren eine starke Dynamik zu beobachten, die nicht zuletzt durch das tiefe Zinsniveau getrieben ist. Diese Dynamik kann nur teilweise mit den Entwicklungen von Fundamentalfaktoren wie Bevölkerungs- oder Einkommenswachstum erklärt werden. Dadurch haben sich Ungleichge-

wichte aufgebaut, mit dem entsprechenden Risiko einer substanziellen Preiskorrektur und zunehmender Ausfälle von Hypothekarkrediten, beispielsweise im Falle einer Zinserhöhung. Beide Entwicklungen hätten weitreichende Auswirkungen für die Stabilität der Banken und der Gesamtwirtschaft.

Der graduelle und temporäre Aufbau eines zusätzlichen Kapitalpuffers während einer Aufschwungsphase am Hypothekar- und Immobilienmarkt erhöht die Widerstandskraft der Banken und schafft damit einen Puffer zum Abfedern allfälliger Verluste im Fall eines Immobilienpreisschocks. Indem er die relativen Kosten der Hypothekarkreditvergabe erhöht sowie die Kreditvergabe für die Banken weniger attraktiv macht, sollte der CCB auch dazu beitragen, Übertreibungen am Kreditmarkt entgegenzuwirken.

### Erwartungen an den Kapitalpuffer müssen realistisch bleiben

Die Entwicklungen am Hypothekar- und Immobilienmarkt sind von zentraler Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die Stabilität des Finanzsystems. Entsprechend grosse Beachtung schenkt die SNB diesen Märkten im Allgemeinen und ganz besonders in der aktuellen Situation, die von sich aufbauenden Ungleichgewichten geprägt ist.

Die SNB hat mit dem Zinsinstrument im Normalfall ein relativ wirkungsvolles Instrument zur Hand, um den Kreditmarkt zu beeinflussen. Dies ist jedoch nicht Ziel der Geldpolitik, welche auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtet ist. Mit Blick darauf ist es in der aktuellen Situation unabdingbar, die Zinsen tief zu halten, was wiederum die Dynamik am Kreditmarkt befördern kann. Der antizyklische Kapitalpuffer bietet in diesem Umfeld ein wichtiges Instrument, um das Bankensystem widerstandsfähiger zu machen und den Risiken für die Finanzstabilität entgegenzutreten.

Die Erwartungen in den vor kurzem aktivierten CCB müssen allerdings realistisch bleiben. Es handelt sich um ein neues, bislang nicht eingesetztes Instrument. Entsprechend ist sein Einsatz mit Unsicherheiten verbunden, nicht zuletzt hinsichtlich des genauen Ausmasses seiner Auswirkungen und damit der optimalen Kalibrierung. Es gibt keine Garantie, dass selbst ein auf das maximale Niveau<sup>4</sup> aktivierter CCB das System ausreichend zu schützen oder den weiteren Aufbau von Ungleichgewichten im Hypothekar- und Immobilienmarkt ausreichend einzudämmen vermag. Angesichts dieser Unsicherheiten könnten daher weitere regulatorische Massnahmen unabdingbar werden. ■

3 Nach Art. 72 ERV direkt oder indirekt grundpfandgesicherte risikogewichtete Positionen, bei denen eine Wohnliegenschaft im Inland als Grundpfand fungiert.  
4 Das maximal mögliche Niveau beträgt 2,5% der gewichteten Positionen in der Schweiz (siehe ERV, Art 44).