

**Sperrfrist**

1. November 2017,  
18.15 Uhr

---

**Kredite Schulden und Wachstum**  
Collegium generale, Universität Bern

**Fritz Zurbrügg**

Vizepräsident des Direktoriums\*  
Schweizerische Nationalbank  
Bern, 1. November 2017  
© Schweizerische Nationalbank, Bern, 2017

---

\* Der Referent dankt Till Ebner, Rita Fleer und Adriel Jost für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank gilt zudem Robert Bichsel für wertvolle Kommentare sowie dem Sprachendienst der SNB.

Meine sehr geehrten Damen und Herren

Es ist immer etwas Besonderes, an die Alma Mater zurückzukehren. Vor 28 Jahren schloss ich hier an der Universität Bern mein Doktorat ab. Seitdem hat mich mein beruflicher Werdegang an verschiedene Orte geführt. Ein Thema hat mich dabei immer begleitet: Schulden. An meiner ersten Arbeitsstelle Ende der 1980er-Jahre bei der Eidgenössischen Finanzverwaltung galt es, die lateinamerikanische Schuldenkrise zu analysieren. Als ich Ende der 1990er-Jahre beim Internationalen Währungsfonds (IWF) in Washington D.C. arbeitete, stand die Bewältigung der Schuldenkrise in Asien im Vordergrund. Zurück in der Schweiz nahm mich die Umsetzung der Schuldenbremse auf Bundesebene in Anspruch. Auch nach meinem Wechsel zur Schweizerischen Nationalbank (SNB) im Jahr 2012 liess mich das Thema Schulden nicht los. Die europäische Schuldenkrise hatte grossen Einfluss auf den Frankenkurs und unsere Geldpolitik. Ausserdem beschäftigen wir uns bei der SNB intensiv mit den Risiken für die Finanzstabilität, die mit dem Anstieg der Hypothekarschulden in der Schweiz verbunden sind.

Wie Sie sehen, hat das aktuelle Thema des Collegium generale, «Schuld und Schulden», in meiner Karriere eine grosse Bedeutung. Ich habe mich daher sehr über die Einladung gefreut, in der heutigen Lektion über Kredite und Schulden zu sprechen. Ich nenne dabei bewusst sowohl *Kredite* als auch *Schulden*. Die beiden Begriffe *Kredit* und *Schuld* bezeichnen eigentlich das Gleiche. Sie beschreiben eine Abmachung zwischen zwei Parteien. Eine Partei – die Kreditgeberin – vertraut der anderen – der Kreditnehmerin – Geld oder eine Sache an. Dies mit dem Versprechen, das Geld oder die Sache zu einem späteren Zeitpunkt wieder zurückzugeben. Die finanzielle Schuld des Kreditnehmers stellt dabei das Vermögen des Kreditgebers dar.

Obwohl die Begriffe Schuld und Kredit also das Gleiche bezeichnen, geniessen sie einen gegensätzlichen Ruf. *Schulden* sind im Volksmund gewöhnlich negativ besetzt. Schulden gilt es zu vermeiden. Demgegenüber weckt der Begriff *Kredit* positive Assoziationen. Kredite eröffnen neue Möglichkeiten und sorgen für Wachstum.

Diese unterschiedliche Wahrnehmung der beiden Begriffe widerspiegelt sich bereits in ihren Ursprüngen (Folie 2). *Schuld* kann gemäss Duden aus dem althochdeutschen *sculan* abgeleitet werden. *Sculan* bedeutet «sollen» und impliziert damit einen Zwang oder eine Verpflichtung. Das Wort ist also moralisch beladen. *Kredit* auf der anderen Seite geht zurück auf die lateinischen Begriffe *credere*, also «glauben», und *creditum*, «das auf Treu und Glauben Anvertraute».

Was gilt nun? Sind Schulden, sind Kredite – ich werde die Begriffe im Folgenden synonym verwenden – etwas Positives oder etwas Negatives? In der nächsten Stunde gehe ich dieser Frage aus ökonomischer Sicht nach.

Lassen Sie mich das Ergebnis meiner Abwägungen mit einer Analogie vorwegnehmen: Nachhaltige Kreditvergabe ist wie gesunde, ausgewogene Ernährung. Essen ist eine Grundlage für das Leben. Genauso ist die Kreditvergabe Grundlage für wirtschaftliches Gedeihen. Essen wir

aber ungesund oder übermässig viel, verleiht dies nur kurzfristig ein Glücksgefühl. Längerfristig ist mit gesundheitlichen Problemen zu rechnen. Diese müssen dann mit mühsamen Diäten oder gar medizinischen Eingriffen bekämpft werden. Genauso können ungesunde oder übermässig viele Kredite Krisen verursachen, deren Verwerfungen von Politik und Zentralbanken anschliessend mit weitreichenden Eingriffen bekämpft werden müssen.

Meine Damen und Herren, was erwartet Sie in dieser Vorlesung (Folie 3)? Ich werde zuerst besprechen, warum eine gedeihende Wirtschaft auf Kredite angewiesen ist, so wie ein Mensch Nahrung braucht. Anschliessend diskutiere ich, weshalb es in der Geschichte immer wieder zu einem «Überessen am Kreditbuffet» kam und warum dies weitreichende Folgen haben kann. Abschliessend zeige ich anhand der aktuellen Entwicklungen am Schweizer Kreditmarkt auf, wie diese Nachteile eingedämmt und gleichzeitig die positiven Seiten von Krediten erhalten werden können. Dabei lege ich den Fokus darauf, was Zentralbanken tun können und sollen.

## **Warum sind Kredite aus volkswirtschaftlicher Sicht nützlich?**

Kredite sind eine der Grundlagen für das Gedeihen einer arbeitsteiligen Wirtschaft. Das wurde bereits in der Antike erkannt (Folie 5): Beispielsweise wurde in Mesopotamien bereits vor rund 5000 Jahren Getreidesaatgut verliehen, das nach der Ernte zuzüglich Zinsen zurückbezahlt werden musste. Auch im antiken Griechenland und im antiken Rom waren Kredite verbreitet.<sup>1</sup>

Die Kreditvergabe in ihrer heutigen Form nahm mit dem Aufkommen von «modernen» Banken in Europa im späten Mittelalter ihren Anfang.<sup>2</sup> Banken erfüllen bis heute zentrale Funktionen, die eine Vermittlung zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern im grossen Stil erst effizient ermöglichen.<sup>3</sup> In jüngster Zeit haben sich dank der Digitalisierung alternative Möglichkeiten der Kreditvermittlung etabliert – Stichworte hierzu sind P2P-lending oder Crowd Lending. Banken bilden aber weiterhin die Grundlage eines funktionierenden Kreditwesens.

Und ohne funktionierendes Kreditwesen wären Wachstum und Wohlstand deutlich tiefer, wie ich nun darlegen werde. Ich möchte dabei zwei grundsätzliche Funktionen von Krediten erläutern (Folie 6): Erstens erlauben Kredite dem Kreditnehmer, zukünftiges Einkommen bereits heute zu verwenden. Zweitens ermöglichen Kredite dem Kreditgeber, vorhandenes Kapital optimal einzusetzen.

## **Kredite erlauben es, zukünftiges Einkommen bereits heute zu verwenden**

Lassen Sie mich diese Funktionen genauer erklären. Zunächst zur ersten Funktion: Ohne Kredite sind die Ausgaben zu einem bestimmten Zeitpunkt durch die eigenen Ersparnisse und das aktuelle Einkommen beschränkt. Die Kreditaufnahme lockert diese Beschränkung. Sie erlaubt

---

<sup>1</sup> Vgl. Graeber (2011) und Grossman (2010) und dort zitierte Quellen.

<sup>2</sup> Vgl. Grossman (2010) und Ferguson (2009).

<sup>3</sup> Im Zentrum stehen dabei das Monitoring der Kreditnehmer sowie das Management der Risiken.

es, auch zukünftig erwartetes Einkommen bereits heute zu verwenden. Wieso kann das sinnvoll sein? Die etwas banale Antwort lautet: Weil es Nutzen stiften kann, gewisse Ausgaben zu tätigen, bevor man selber genug gespart hat. Im Folgenden möchte ich anhand von Beispielen verdeutlichen, dass dies aus der Perspektive von Unternehmen, Haushalten und Staaten als Kreditnehmer zutrifft.

Nehmen wir als erstes Beispiel ein Start-up einer Absolventin der Universität Bern. Die Absolventin hat eine brillante Idee für ein neues Produkt. Um es zu entwickeln und zu produzieren, benötigt sie Kapital. Sie selber hat aber kein Vermögen und müsste mehrere Jahrzehnte sparen, um genug Kapital anzuhäufen. Damit würde sie die Idee vermutlich abschreiben. Die Möglichkeit, einen Kredit aufzunehmen, ändert die Ausgangslage grundlegend. Der Kredit erlaubt es der Absolventin, ihre Idee zeitnah umzusetzen und mit dem Verkauf der Produkte Einkommen zu erwirtschaften.<sup>4</sup>

Das Beispiel zeigt, wie Kredite es auch Unternehmen mit wenig Vermögen erlauben, Investitionen zu tätigen, die in Zukunft Erträge abwerfen. Im besten Fall treiben Investitionen sogar den technologischen Fortschritt. Kredite nützen damit nicht nur den betroffenen Unternehmen. Sie tragen auch dazu bei, dass sich Produktivität, Wachstumspotenzial und Wohlstand einer ganzen Volkswirtschaft erhöhen.<sup>5</sup>

Auch ein Haushalt kann dank einem Kredit bereits heute Nutzen aus zukünftigem Einkommen ziehen. Der Kauf eines Hauses mit einem Hypothekarkredit ist wohl das Paradebeispiel dafür. Konkret: Eine junge Familie – nennen wir sie Familie Müller – erwartet Nachwuchs und benötigt bald mehr Platz zum Wohnen. Sie hat ihr Traumhaus zwar gefunden, das bislang angesparte Vermögen reicht aber für einen Kauf nicht. Dank der Möglichkeit, einen Hypothekarkredit aufzunehmen, kann Familie Müller ihr bevorzugtes Haus dennoch erwerben und ab sofort bewohnen. Dabei wird die Familie den Kredit mit einem Teil ihres zukünftigen Einkommens abzahlen können. Sie macht sich also ebenfalls ihr künftiges Einkommen bereits heute zu Nutzen. Mit anderen Worten: Sie setzt ihr Einkommen zu dem Zeitpunkt ein, wenn es ihr den grössten Nutzen stiftet, und erhöht damit ihre Wohlfahrt.<sup>6</sup>

Schliesslich kann auch die Aufnahme von Krediten durch den Staat sinnvoll sein. Steuereinnahmen und Ausgaben decken sich nicht zu jedem Zeitpunkt. Beispielsweise gehen während einer Rezession die Einnahmen des Staates zurück. Gleichzeitig steigen aber seine Ausgaben,

---

<sup>4</sup> In der Realität spielen bei der Start-up-Finanzierung Privatinvestoren, die Anteile am Unternehmen erwerben, eine mindestens so wichtige Rolle wie die Kreditaufnahme.

<sup>5</sup> Ebenso erlauben es Kredite Unternehmen, zukünftige Erträge zu verwenden, um laufende Ausgaben zu decken. Ihnen steht das Einkommen aus der Geschäftstätigkeit meist nicht genau zu dem Zeitpunkt zur Verfügung, in dem die Ausgaben für Produktionsmittel oder Löhne anfallen. Anstatt die Produktion und die Arbeitsnachfrage dauernd dem laufenden Einkommen anzupassen, können allfällige Engpässe mit Betriebs- oder Einkaufskrediten überbrückt werden. In diesem Fall helfen Kredite, die Produktion zu stabilisieren. Sie erhöhen dadurch die Planungssicherheit sowohl von Unternehmen als auch von Arbeitnehmern. Auch dies ist mit positiven Wohlfandeffekten verbunden.

<sup>6</sup> Könnte ein Haushalt sein komplettes Lebenseinkommen auf einmal beziehen, würde er dieses vermutlich relativ gleichmässig auf jedes Lebensjahr verteilt ausgeben (gemäss der «Life Cycle Theory of Consumption», vgl. Friedman (1957) sowie Modigliani und Brumberg (1954)). Er würde also zu jedem Zeitpunkt im Leben etwa gleich viel konsumieren. In der Realität liegt das Einkommen allerdings zeitweise – meist in jungen und alten Jahren – unter diesem hypothetischen Konsumniveau. Die Aufnahme eines Kredits ermöglicht es dem Haushalt, diesen Engpass in einer bestimmten Lebensphase zu überwinden und sein Einkommen dann einzusetzen, wenn es ihm den grösseren Nutzen stiftet.

weil verschiedene antizyklische Massnahmen wie die Unterstützung von Arbeitslosen aktiviert werden. Es entsteht ein Defizit in der Staatskasse. Der Staat könnte das Defizit decken, indem er die Steuern vorübergehend erhöht oder seine Ausgaben kürzt. Beides ist in einer Rezession wenig sinnvoll, im Gegenteil: Es würde die Rezession noch verstärken. Die Aufnahme eines Kredits ermöglicht dem Staat, temporäre Lücken zwischen Einnahmen und Ausgaben zu überbrücken, ohne dass dafür eine Steuererhöhung oder kurzfristige Ausgabenbremsen erforderlich sind.

### **Kredite ermöglichen es, vorhandenes Kapital optimal einzusetzen**

Kreditnehmer können also dank Krediten Einkommen über die Zeit optimal einsetzen. Auch aus Sicht der Kreditgeber stiftet die Kreditvergabe bedeutenden Nutzen, und damit komme ich zur zweiten grundlegenden Funktion von Krediten. Die Kreditvergabe erlaubt es, vorhandenes Kapital so ertragreich wie möglich anzulegen und dabei die Anlagerisiken zu diversifizieren. Für eine Gesellschaft als Ganzes bedeutet dies, dass vorhandene Ersparnisse einem grossen Kreis zur Verfügung stehen und besser eingesetzt werden können.

Folgendes Beispiel verdeutlicht dies. Ein Unternehmer überlegt sich, wie er sein Vermögen einsetzen möchte. Für den Konsum benötigt er das Geld momentan nicht. Ein rentables Projekt in der eigenen Unternehmung liegt auch nicht vor. Erinnern Sie sich an unsere Uni-Absolventin mit der brillanten Produktidee? Der Unternehmer könnte ihr sein Kapital zu einem Zins leihen und so eine Rendite erwirtschaften.<sup>7</sup> Gleichzeitig kann der Unternehmer mit dem Kredit an die Absolventin seine Anlagen diversifizieren. Umgangssprachlich ausgedrückt «legt er nicht alle Eier in den gleichen Korb».

Insgesamt lässt sich also sagen, dass ein funktionierendes Kreditwesen eine wesentliche Grundlage für eine gedeihende Wirtschaft darstellt. Dem Kreditnehmer helfen Kredite, sein Einkommen über die Zeit optimal einzusetzen. Dem Kreditgeber wiederum bieten Kredite die Gelegenheit, sein erspartes Kapital optimal anzulegen. Von diesen Mechanismen profitieren nicht nur Einzelne, sondern die ganze Volkswirtschaft. Wie die Beispiele untermalen, können Kredite die Wohlfahrt und das wirtschaftliche Wachstum unterstützen und zur Erhöhung des Wachstumspotenzials beitragen.<sup>8</sup>

### **Unter welchen Umständen sind Kredite schädlich für eine Volkswirtschaft?**

Bei all diesen positiven Punkten, den Chancen und Möglichkeiten, die mit Krediten verbunden sind – woher kommt dann das negative Bild der Schulden?

---

<sup>7</sup> In diesem vereinfachten Beispiel wird nicht auf die natürlich notwendige Risiko-Rendite-Abwägung eingegangen.

<sup>8</sup> Darauf deutet auch die empirische Literatur hin: Ein fortgeschrittenes Finanzsystem und der Zugang zu einer effizienten Kreditvermittlung sind eng mit Wachstum und einem hohen Wohlstandsniveau verbunden (vgl. Beck (2011) und Levine (2005)). Zu beachten ist dabei, dass ein modernes Finanzsystem neben dem Kreditwesen weitere zentrale Elemente umfasst, insbesondere die Zahlungsverkehrssysteme, die Marktplätze für den Handel mit Aktien und Obligationen sowie das Versicherungswesen.

Wie eingangs erwähnt, betont der Begriff «Schulden» die Verpflichtung des Kreditnehmers, den Kredit in Zukunft zurückzuzahlen. Jedes Schuldverhältnis ist also per Definition mit dem Risiko verbunden, dass der Kreditnehmer in Zahlungsschwierigkeiten gerät und den Kredit nicht mehr zurückzahlen kann. Der Cartoon illustriert dieses sogenannte Kreditrisiko mit einem Augenzwinkern (Folie 8).

Ein Kreditrisiko besteht natürlich auch im Fall des Start-ups der Uni-Bern-Absolventin. In der Start-up-Szene gilt die Daumenregel, dass nur eines von zehn Start-ups erfolgreich sein wird. Wenn die Produktidee scheitert, werden der Absolventin die Mittel fehlen, um den Kredit und die Zinsen zurückzuzahlen.

Auch der Hypothekarkredit von Familie Müller ist mit einem Kreditrisiko verbunden. Zahlungsschwierigkeiten können etwa auftreten, wenn eine Scheidung oder steigende Zinskosten zur Folge haben, dass die laufenden Ausgaben höher ausfallen als erwartet oder wenn das zukünftige Einkommen der Familie wegen Arbeitslosigkeit oder Krankheit tiefer ausfällt.

In solchen Fällen werden die Kreditnehmer selbstverständlich alles daran setzen, dass es nicht zu einem Kreditausfall kommt und zunächst versuchen, ihre sonstigen Ausgaben zu senken. Beispielsweise, indem sie nicht unmittelbar notwendige Konsumausgaben zurückfahren oder Unterhaltsarbeiten und Investitionen aufschieben. Denn die Folgen eines Zahlungsausfalls können weitreichend sein. Beim Start-up hätte ein Ausfall möglicherweise die Insolvenz zur Folge. Bei der Familie Müller könnte es zum Notverkauf des Hauses kommen.

Gerät ein Kreditnehmer in Zahlungsschwierigkeiten oder fällt ein Kredit aus, ist dies auch für den Kreditgeber problematisch. Er muss erwartete Zinseinnahmen abschreiben oder verliert allenfalls gar das geliehene Kapital, falls keine Sicherheit hinterlegt ist. Aber selbst wenn der Kredit besichert ist – beispielsweise mit einer Immobilie – kann es je nach Situation schwierig sein, diese Sicherheit zu einem guten Preis zu verwerten.

### **Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft**

Die Beispiele zeigen, dass der drohende oder tatsächliche Ausfall eines Kredits für die betroffenen Parteien eine grosse Belastung oder gar eine persönliche Tragödie darstellen kann. Damit lässt sich unser negatives Bild von Schulden sicher teilweise erklären. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist der Ausfall eines einzelnen Kreditnehmers gewöhnlich aber kein Problem.

Es sei denn, bei den einzelnen Kreditnehmern handle es sich um übermässig verschuldete Staaten oder grosse Banken. Drohen diese Akteure auszufallen, hat dies weitreichende Auswirkungen auf die Volkswirtschaft, wie wir zuletzt im Zuge der Finanzkrise gesehen haben.

Ebenso werden Schulden zu einem Problem für die gesamte Volkswirtschaft, wenn sich eine grosse Zahl von Wirtschaftsakteuren verbreitet und allzu ausgiebig am «Kreditbuffet» bedient. Solche Übertreibungen am Kreditmarkt enden oft in einer Phase, in der eine grosse Zahl an Kreditnehmern in Zahlungsschwierigkeiten gerät. In meinen weiteren Ausführungen

werde ich mich auf diese Art von Schuldenkrise und die damit verbundenen Kosten konzentrieren.

Die empirische Literatur weist darauf hin, dass Rezessionen besonders tief ausfallen, wenn sie mit einer solchen Schuldenkrise verbunden sind (Folie 9). Zudem fällt die wirtschaftliche Erholung nach diesen Krisen oftmals vergleichsweise schwach aus. Dies gilt umso mehr, wenn die Schuldenkrise auch den Bankensektor betrifft.<sup>9</sup>

Warum ist dies so? In einer Schuldenkrise nach einem Kreditboom stecken nicht nur einzelne, sondern eine Vielzahl von Haushalten und Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten und haben weniger Einkommen und Vermögen zur Verfügung. Sie müssen daher ihren Konsum und ihre Investitionen über eine längere Phase zurückfahren, um ausstehende Kredite zu bedienen und die übermässige Schuldenlast abzubauen. Zudem steigt in einem solchen Umfeld generell die Unsicherheit an, was sich auch auf nicht direkt von Zahlungsschwierigkeiten betroffene Akteure auswirkt. Diese zeigen sich unter diesen Umständen ebenfalls weniger konsum-, investitions- und risikofreudig.<sup>10</sup>

Die Einschränkung von Konsum und Investitionstätigkeit wird noch verstärkt, wenn gleichzeitig auch die Banken damit beschäftigt sind, ihre Bilanzen «aufzuräumen». In der Folge vergeben sie nur sehr zurückhaltend neue Kredite.<sup>11</sup> Davon können auch grundsätzlich rentable Investitionen und Kreditnehmer mit guter Bonität betroffen sein.

All dies belastet das Wirtschaftswachstum nicht nur in der akuten Phase der Krise, sondern für längere Zeit. Gleichzeitig bedeuten die tieferen Investitionen, dass das Wachstumspotenzial sinkt. Denn weniger Investitionen bedeuten auch weniger Innovation, und weniger Innovation führt zu einem tieferen Produktivitätswachstum.

Kurz gesagt, und um auf die Analogie mit dem Essen zurückzukommen: Weil die Wirtschaftsakteure im Aufschwung zu ausgiebig aus dem Kredittopf geschöpft haben, müssen sie sich nach einer Schuldenkrise einer notwendigen, aber lange dauernden und schmerzhaften Diät unterziehen.

### **Warum gehen viele Wirtschaftsakteure gleichzeitig übermässige Risiken ein?**

Die Korrektur von Übertreibungen am Kreditmarkt führt also nicht nur zu tiefen wirtschaftlichen Einbrüchen, sondern oft auch zu einem anhaltenden Verlust von Wachstumspotenzial. Allen Akteuren sollte also viel daran gelegen sein, zu vermeiden, dass es überhaupt zu Übertreibungen kommt, die in eine Krise münden.

---

<sup>9</sup> Vgl. Boissay et al. (2016), Jorda et al. (2013), Reinhart und Reinhart (2010) und Taylor (2015).

<sup>10</sup> Vgl. die Literatur zu Schuldenüberhängen, bspw. Buttiglione et al. (2014) und Koo (2011).

<sup>11</sup> Unsicherheit über die Stabilität einzelner Banken kann ausserdem dazu führen, dass sich Banken untereinander kein Geld mehr leihen, sich so gegenseitig zusätzlich in Schwierigkeiten bringen und dadurch ihre Kreditvergabe weiter einschränken.

Trotzdem zeigt ein Blick in die Vergangenheit, dass sich Episoden, in denen Individuen, Banken, Unternehmen oder Staaten übermässige Kreditrisiken eingehen, in beinahe beängstigender Häufigkeit wiederholen. Weshalb lernen wir so wenig aus unseren Erfahrungen?

Vorweg: Es gibt nicht den einen einfachen Grund für die wiederholten Übertreibungen am Kreditmarkt. Verschiedene eng miteinander verknüpfte Faktoren tragen ihren Teil zur Erklärung bei. Ich möchte im Folgenden drei dieser Faktoren etwas genauer beleuchten (Folie 10). Erstens treibt ein günstiges makroökonomisches Umfeld die Nachfrage und das Angebot an Krediten an. Zweitens kann die rationale Reaktion der einzelnen Kreditnehmer und -geber auf das günstige Umfeld dazu führen, dass sich systemische Risiken aufbauen. Und drittens spielen auch verzerrte Erwartungen der Akteure eine Rolle.<sup>12</sup>

Zur Verdeutlichung dieser Faktoren werde ich jeweils den Schweizer Immobilienboom der 1980er-Jahre als Beispiel heranziehen. Interessanterweise lassen sich vergleichbare Entwicklungen faktisch vor jeder Schuldenkrise finden.<sup>13</sup>

Wirtschaftlicher Aufschwung, tiefe Zinsen und steigende Vermögenspreise

Zunächst spielt also das makroökonomische Umfeld eine wichtige Rolle. Eine erhöhte Kreditvergabe geht oftmals mit einem wirtschaftlichen Aufschwung einher.<sup>14</sup> Eine wichtige Variable ist dabei das Zinsniveau: Liegen die heutigen und erwarteten Zinsen vergleichsweise tief, führt dies zum einen dazu, dass Kredite für Projekte aufgenommen werden, die bei höheren Zinsen nicht rentabel wären oder nicht finanziert würden. Zudem gehen Kreditgeber in einem solchen Umfeld bei der Kreditvergabe häufig höhere Risiken ein, um ihre Rendite- und Wachstumsziele trotz tiefer Zinsen zu erreichen.

Wesentlich für die Zunahme der Kredite sind auch die Entwicklungen der Preise für Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien. Steigende Preise dieser Vermögenswerte und ein anwachsendes Kreditvolumen gehen oft Hand in Hand und verstärken sich dabei gegenseitig. Dies gilt im Speziellen für den Immobilienmarkt, da Immobilien fast immer auch mit Krediten finanziert werden.

Zwei Mechanismen sind dabei am Werk: Zum einen führen ansteigende Vermögenspreise bei den Haushalten zu «Vermögenseffekten». Haushalte werden reicher und damit kreditwürdiger. Dies hat einen positiven Einfluss auf die Kreditnachfrage der Haushalte. Gleichzeitig erlaubt der Anstieg den Haushalten, eine Sicherheit mit höherem Wert zu hinterlegen. Dadurch können sie mehr Kredite aufnehmen, was wiederum zu einem weiteren Anstieg der Vermögenspreise führt.

---

<sup>12</sup> Weitere auf rationalen Überlegungen beruhende Aspekte, die ich hier nicht weiter betrachte und die ebenfalls zu einer übermässigen Verschuldung bzw. Kreditvergabe führen können, sind institutionelle, regulatorische und fiskalische (Fehl-)Anreize sowie das Aufkommen innovativer Finanzprodukte.

<sup>13</sup> Vgl. Kindleberger und Aliber (2005).

<sup>14</sup> Vgl. Jorda et al. (2016).



Zum anderen sinkt mit steigenden Vermögenspreisen aus Sicht der Kreditgeber das Kreditrisiko. Daher tendieren Banken in solchen Phasen dazu, mehr und günstigere Kredite anzubieten.

Die Entwicklung in der Schweiz der 1980er-Jahre verdeutlicht diese Aspekte beispielhaft. Ab 1983 verzeichnete die Schweizer Wirtschaft über mehrere Jahre ein dynamisches Wachstum. Dieser Aufschwung wurde durch den Einbruch an den globalen Aktienmärkten im Herbst 1987 kurzzeitig in Frage gestellt.<sup>15</sup> Weltweit reagierten die Zentralbanken, so auch die SNB, mit einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik, was sich rasch stabilisierend auswirkte. Der wirtschaftliche Aufschwung in der Schweiz nahm in den Quartalen darauf weiter an Fahrt auf. Das makroökonomische Umfeld war also insgesamt günstig. In diesem Umfeld stiegen die Immobilienpreise zwischen 1985 und 1990 mit zunehmender Geschwindigkeit an. Auch erhöhte sich das Volumen der ausstehenden Hypothekarkredite in der Schweiz rasant.

### Systemische Risiken

Zurück zur Theorie und damit zum zweiten Faktor, der Übertreibungen am Kreditmarkt erklärt: Die bislang beschriebenen Reaktionen der einzelnen Kreditnehmer oder der einzelnen Bank auf das günstige Umfeld fördern den Aufbau von systemischen Risiken (Folie 11). Das heisst: Aus der Perspektive des Einzelnen ist die Ausweitung von Kreditnachfrage und Kreditangebot in einem günstigen Umfeld zwar rational nachvollziehbar. Aber auch wenn sich alle rational verhalten, besteht die Gefahr, dass sich dadurch insgesamt eine zu hohe und langfristig nicht tragbare Verschuldung aufbaut. Warum ist dies so? Die einzelnen Kreditnehmer berücksichtigen nicht, dass ihr Verhalten Auswirkungen auf die Fähigkeit der anderen Marktteilnehmer hat, Schulden zu tragen. Dies gilt unter anderem dann, wenn sich Anleger verstärkt den gleichen Risiken aussetzen und in die gleichen Märkte investieren.

Nehmen wir beispielsweise an, dass viele Anleger oder Haushalte gleichzeitig Kredite aufnehmen, um in den Immobilienmarkt zu investieren. Die systemischen Risiken bestehen in diesem Beispiel darin, dass eine negative Überraschung am Immobilienmarkt dazu führen kann, dass viele dieser Anleger gleichzeitig Verluste erleiden und ihre Anlagen abstossen müssen, um weiterhin ihren Kreditverpflichtungen nachkommen zu können. Daraus kann eine sich selbst verstärkende Spirale von fallenden Immobilienpreisen, weiteren Kreditnehmern, die ihre Schulden nicht mehr tragen können, und entsprechend zusätzlichem Verkaufsdruck entstehen.

### Verzerrte Erwartungen

Häufig handeln Anleger, Banken und Kreditnehmer während eines Kreditbooms zudem nicht vollkommen rational. Damit sind wir beim dritten Faktor – angelangt, der zu Übertreibungen am Kreditmarkt beitragen kann – den verzerrten Erwartungen (Folie 12). Ein Blick in die Ge-

---

<sup>15</sup> Am «Black Monday», dem 19. Oktober 1987, brach der US-Aktienindex Dow Jones um mehr als 20% ein. In der Folge kamen auch die Aktienmärkte weltweit stark unter Druck.

schichte von Finanzkrisen zeigt: Je länger ein wirtschaftlicher Aufschwung anhält und je höher gleichzeitig die Vermögenspreise ansteigen, desto mehr Akteure sind bezüglich der weiteren Entwicklung übermässig optimistisch. Gleichzeitig unterschätzen die Akteure zunehmend die Risiken, die sie mit der Investition in Vermögenswerte und der Aufnahme oder Vergabe von Krediten zu diesem Zweck eingehen. Alan Greenspan und Robert Shiller prägten dafür den Ausdruck des «irrationalen Überschwangs», wenn Investoren in ihrem Enthusiasmus die Anlagerisiken ausblenden.<sup>16</sup>

Wie kommt es zu solch verzerrten Erwartungen?

Die wirtschaftshistorische und verhaltensökonomische Forschung liefert Erklärungen. Die selbst verstärkende Dynamik zwischen wirtschaftlichem Aufschwung, tiefen Zinsen, dem Anstieg von Vermögenspreisen und dem Kreditwachstum kann dazu führen, dass sich Marktteilnehmer in ihrem Optimismus und ihren Erwartungen über Preisentwicklungen immer wieder bestätigt fühlen. Auch Behördenvertreter lassen sich häufig von diesem Optimismus anstecken. Wer kennt schon die Zukunft? Vielleicht hat sich tatsächlich etwas strukturell geändert in der Wirtschaft. In anderen Worten: Im Aufschwung finden alle immer wieder scheinbar gute Gründe, warum ein Anstieg von Vermögenspreisen und Kreditvolumen nachvollziehbar und fundamental gerechtfertigt sein soll – der gegenteiligen historischen Erfahrung zum Trotz.<sup>17</sup>

Dieses Gefühl, dass es diesmal nun wirklich anders ist, habe ich hautnah erlebt, als ich zwischen 1998 und 2006 in Washington D.C. wohnte und arbeitete. In diesen Jahren verzeichneten die örtlichen Immobilienpreise jährliche Wachstumsraten von durchschnittlich rund 15%. Während des Aufenthalts stellten wir uns als Familie immer wieder die Frage – Miete oder Kauf eines Hauses? Unsere Antwort war immer dieselbe: Miete, denn diese jährlichen Preissteigerungen können nicht nachhaltig sein. Die Argumentation stand jedoch mit jedem zusätzlichen Jahr mit einem starken Preisanstieg auf immer schwächeren Füßen. Gegen Ende unseres Aufenthalts waren auch wir fast so weit, ins Lager jener zu wechseln, die an fundamental neue ökonomische Grundsätze glaubten, bei denen Immobilienpreise nur in eine Richtung gehen – nach oben. Wie Sie alle wissen, setzte die massive Preiskorrektur 2006 dann aber doch ein.

Als Beispiel für den Aufbau von systemischen Risiken und den übermässigen Optimismus der Wirtschaftsakteure kann ich wiederum auf den Schweizer Immobilienboom in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre verweisen (Folie 13). Die guten Wachstums- und Einkommensaussichten und die günstigen Bedingungen am Hypothekarmarkt erhöhten die Nachfrage nach

---

<sup>16</sup> Shiller (2000).

<sup>17</sup> Reinhart und Rogoff (2009) prägten für solche fehlgeleiteten Erwartungen während der Boomphase des Kredit- bzw. Finanzzyklus den Begriff des «This time is different»-Syndroms. Minskys Finanzinstabilitäts-Hypothese basiert ebenfalls auf der Idee eines selbstverstärkenden Effekts zwischen den Preisen von Vermögenswerten und zunehmender Spekulation auf immer weitere Kapitalgewinne in einem Aufschwung, der durch Kreditaufnahme zusätzlich angetrieben wird (vgl. bspw. Minsky (1992)). Keynes (1936) wiederum prägte den Ausdruck der «Animal Spirits» als Erklärung für den übermässigen «naiven» Optimismus der Anleger. Er beschrieb damit das Phänomen, dass eine generelle Zuversicht der Wirtschaftsakteure ihre Ursache in erster Linie in Intuitionen und Emotionen hat und weniger in einer mathematisch-rationalen Erwartungsbildung begründet ist.

Immobilien. Die Immobilien wurden dabei vermehrt zu Investitionszwecken gekauft, da dies dank den Wertsteigerungen hohe Renditen versprach. Die höhere Nachfrage wiederum führte zu weiter steigenden Immobilienpreisen. Der Wert der Kreditsicherheit und damit das Vermögen der Eigentümer stiegen in der Folge wie erwartet weiter an. Die Banken ihrerseits beurteilten vor diesem Hintergrund die Kreditrisiken optimistischer, da die Zahl der Kreditausfälle dank den steigenden Immobilienpreisen und den günstigen Kreditkonditionen tief lag. Sowohl Kreditvolumen als auch Immobilienpreise erhöhten sich weiter, wodurch sich die Akteure in ihrem Optimismus bestätigt fühlten.

Kommt es nach einer solchen Periode des übermässigen Optimismus dann doch zum Abschwung, trifft dies die nun hoch verschuldeten Akteure mit entsprechend grosser Wucht. In der Schweiz setzte die Trendwende am Immobilienmarkt 1989 ein (Folie 14). Die systemischen Risiken materialisierten sich. Es kam zu bedeutenden Wertverlusten. Da die Investitionen grösstenteils kreditfinanziert waren, häuften sich die Kreditausfälle. Dies führte letztlich dazu, dass die Banken in der Schweiz insgesamt mehr als 40 Mrd. Franken abschreiben mussten.<sup>18</sup> Der Rest ist schnell erzählt: Die Schweizer Wirtschaft schlitterte Anfang der 1990er-Jahre in eine Rezession, die Arbeitslosigkeit stieg rasant auf 5%, und die Wirtschaft erholte sich anschliessend nur sehr langsam (Folie 15).

Meine Damen und Herren, nachdem ich Ihnen im ersten Teil dargelegt habe, dass Kredite eine wesentliche Grundlage für wirtschaftliches Wachstum sind, habe ich Ihnen nun gezeigt, dass eine übermässige Kreditvergabe der Wirtschaft grossen Schaden zufügen kann. Ich habe zudem erläutert, wie eine Kombination von rationalem Verhalten und verzerrten Erwartungen von Kreditnehmern und Kreditgebern dazu führen kann, dass es zu schädlichen Übertreibungen am Kreditmarkt kommt.

### **Welche Rolle spielen die Zentralbanken im Kreditzyklus?**

Sie werden aber nun vielleicht Folgendes einwenden: Das Verhalten der Kreditnehmer und Kreditgeber, ob rational nachvollziehbar oder in verzerrten Erwartungen begründet, hängt letztlich von den Zinsen ab. Nur bei tiefen Zinsen kann eine entsprechende Dynamik entstehen. Die Zinsen wiederum werden stark von den Zentralbanken beeinflusst.

Im letzten Teil meiner Vorlesung möchte ich auf diesen Einwand eingehen – also die Frage diskutieren, die seit der Finanzkrise wieder verstärkt im Mittelpunkt steht: Welche Rolle spielen die Zentralbanken bei Übertreibungen und bei Krisen am Kreditmarkt?

Grundsätzlich ist es die Hauptaufgabe von Zentralbanken – so auch der SNB – Preisstabilität zu gewährleisten, wobei sie die konjunkturelle Entwicklung zu beachten haben (Folie 17). Als Instrument benutzen sie dafür hauptsächlich die Leitzinsen. Droht beispielsweise eine zu tiefe Inflation, senken sie die Leitzinsen. Dies wirkt sich über verschiedene Kanäle positiv auf die

---

<sup>18</sup> EBK (1998).

Preisentwicklung aus.<sup>19</sup> Unter anderem über die Kredite: Eine Zinssenkung reduziert die Kreditkosten und setzt Anreize, das Kreditangebot auszuweiten. Dies begünstigt Investitionen und Konsumausgaben und beeinflusst damit letztlich auch die Preisentwicklung positiv. Zentralbanken nehmen also mit ihren Zinsentscheiden ganz bewusst Einfluss auf die Kreditvergabe. Müssen die Zinsen aber aus Sicht der Preisstabilität lange tief gehalten werden, kann nicht ausgeschlossen werden, dass es über die Zeit zu unerwünschten Übertreibungen in einigen Segmenten des Kreditmarkts kommt. Damit gehen Risiken für die Finanzstabilität einher.

Zentralbanken können in einer solchen Situation beim Einsatz des Zinsinstruments mit einem Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Finanzstabilität konfrontiert sein. Auf der einen Seite müssen sie die Zinsen auf angemessenem Niveau halten, um die Preisstabilität zu gewährleisten. Auf der anderen Seite müssen sie die Auswirkungen dieser Politik auf den Kreditzyklus und die Finanzstabilität im Auge behalten. Im Fall der SNB ergibt sich dies als Teil der gesetzlichen Aufgabe, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen.

Lassen Sie mich diesen Punkt anhand der aktuellen Situation in der Schweiz erläutern.

International weisen die Zinsen seit vielen Jahren einen Trend nach unten auf und liegen gegenwärtig auf tiefen Niveaus.<sup>20</sup> Für die Schweiz hatte diese Entwicklung zur Folge, dass die Zinsdifferenz zum Ausland im Vergleich zu früher kleiner wurde. Zusammen mit zeitweise starken Kapitalzuflüssen im Zuge der Finanzkrise hat dieser Rückgang der Zinsdifferenz zu einer starken Frankenaufwertung und einem hoch bewerteten Franken geführt (Folie 18).

Um in diesem Umfeld die Preisstabilität in der Schweiz zu gewährleisten und angemessene geldpolitische Rahmenbedingungen zu schaffen, muss die Nationalbank bereits seit mehreren Jahren die Zinsen tief halten (Folie 19). Ein höheres Zinsniveau hierzulande würde dazu führen, dass sich der Franken noch weiter aufwertet. In der Folge würden sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen und die Preise von Waren und Dienstleistungen unter Druck geraten. Käme es dadurch zu einem anhaltenden Abwärtsdruck auf die Preise, würde dies die Preisstabilität gefährden. Der tiefe Leitzins ist also im Kontext des globalen Tiefzinsumfelds und des starken Frankens geldpolitisch notwendig.

Gleichzeitig birgt das anhaltende Tiefzinsumfeld Risiken für die Finanzstabilität. Dabei stehen die Auswirkungen auf den Immobilien- und Hypothekarmarkt im Vordergrund. So weisen nicht nur die globalen Zinsen, sondern auch die Zinsen für Hypothekarkredite in der Schweiz seit rund 25 Jahren einen Abwärtstrend auf. In der Folge haben sich am Immobilien- und Hypothekarmarkt bedeutende Ungleichgewichte aufgebaut.

Dies wird deutlich, wenn wir uns die Entwicklungen an den beiden Märkten seit 2000 anschauen (Folie 20): Die Preise für Einfamilienhäuser sind inflationsbereinigt um insgesamt mehr als 50% gestiegen. Das Volumen der ausstehenden Hypotheken hat sich in der gleichen Zeit beinahe verdoppelt. Diese starken Steigerungen alleine sind zwar noch kein Beweis, dass

---

<sup>19</sup> Die Literatur unterscheidet diverse Kanäle, über welche die Geldpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit die Inflation Einfluss nehmen kann. Neben dem Kreditkanal sind dies insbesondere der Zinskanal, der Wechselkurskanal und der Vermögenspreiskanal.

<sup>20</sup> Sowohl strukturelle als auch zyklische Gründe können diesen Abwärtstrend begründen, vgl. bspw. Danthine (2013).

sich Ungleichgewichte aufgebaut haben. Teilweise können die Entwicklungen mit Fundamentalfaktoren wie dem robusten Bevölkerungswachstum begründet werden. Dieses betrug seit 2000 insgesamt rund 18%. Eine wachsende Bevölkerung fragt mehr Wohnraum nach. Da Bauland nur in begrenztem Ausmass verfügbar ist, erzeugt dies einen Aufwärtsdruck auf die Preise für Wohnimmobilien. Gleichzeitig steigt dadurch auch die Nachfrage nach Hypothekarkrediten.<sup>21</sup>

Die Dynamik am Hypothekar- und Immobilienmarkt war aber in den letzten Jahren deutlich stärker, als es solche fundamentale Entwicklungen erklären könnten. Beispielsweise ist das Verhältnis zwischen dem Volumen an ausstehenden Hypotheken und dem nominalen Bruttoinlandprodukt (BIP) seit 2000 von 110% auf rund 145% angestiegen (Folie 21). Die Kreditvergabe ist also in den letzten Jahren deutlich stärker gewachsen als das Einkommen. Gleichzeitig können wir einen zunehmenden Risikoappetit der Banken bei der Kreditvergabe beobachten. Dies, weil die Erträge der Banken aus dem Zinsdifferenzgeschäft unter den tiefen Zinsen leiden. Mit dem Eingehen höherer Risiken – insbesondere eben bei der Vergabe von Hypothekarkrediten – können die Banken diesem Rückgang der Erträge kurzfristig entgegenwirken. Sie erhöhen damit jedoch ihre Anfälligkeit gegenüber negativen Entwicklungen am Immobilien- und Hypothekarmarkt oder einem unerwartet starken Zinsanstieg.

Nach meinen Ausführungen im zweiten Teil dieser Vorlesung zu den möglichen weitreichenden negativen Konsequenzen einer Schuldenkrise ist klar, warum die SNB diese Entwicklungen schon lange genau beobachtet und auf die entsprechenden Risiken hinweist.

### **Sollen Zentralbanken den Zins einsetzen, um Übertreibungen am Kreditmarkt einzudämmen?**

Was aber sollen Zentralbanken tun, um Übertreibungen am Kreditmarkt einzudämmen? Sollten sie die Zinsen erhöhen, auch wenn dies aus der Perspektive von Preisstabilität und Konjunktur nicht angebracht wäre (Folie 22)?

Drei Gründe sprechen dagegen.

Zum einen das von Tinbergen in den 1950er-Jahren postulierte Prinzip (Folie 23): Es besagt, dass für jedes wirtschaftspolitische Ziel ein eigenes Instrument eingesetzt werden sollte.<sup>22</sup> Dies reduziert mögliche Zielkonflikte beim Einsatz der Instrumente und trägt damit dazu bei, dass jedes einzelne Ziel effizient erreicht wird. Dieses Prinzip hat auch in dieser Frage seine Berechtigung: Setzen Zentralbanken das Zinsinstrument mit Blick auf das Ziel der Finanzstabilität ein, müssen sie unter Umständen Abweichungen vom Ziel der Preisstabilität in Kauf nehmen. Ein solches Vorgehen stellt jedoch die Glaubwürdigkeit der Zentralbank in Frage, ob sie das Preisstabilitätsziel tatsächlich anstrebt. Dies wiederum wirkt sich längerfristig negativ

---

<sup>21</sup> Zudem ist das durchschnittliche reale Haushaltseinkommen seit der Jahrtausendwende um knapp 15% angestiegen. Auch dies kann zu einer Zunahme der Nachfrage nach mehr bzw. hochwertigerem Wohnraum sowie, damit verbunden, nach Hypothekarkrediten beitragen.

<sup>22</sup> Vgl. Tinbergen (1956).

auf das Vertrauen in die Zentralbank aus und schränkt dadurch ihre Fähigkeit ein, die Preisstabilität zu gewährleisten.

Zweitens ist entscheidend, wie wirksam Zinserhöhungen überhaupt sind, um Überhitzungen am Kreditmarkt zu beeinflussen. Ich habe bereits ausgeführt, dass das Zinsumfeld das Verhalten der Akteure am Kreditmarkt beeinflusst: Höhere Zinsen sollten demnach einen dämpfenden Effekt auf das Kreditwachstum ausüben. Allerdings weisen diverse Analysen darauf hin, dass oftmals eine sehr starke Zinserhöhung nötig wäre, um Übertreibungen am Kreditmarkt wesentlich entgegenzuwirken. Die Folge wäre aber eine unerwünscht starke konjunkturelle Bremswirkung und eine unerwünschte Abweichung vom optimalen Inflationspfad.<sup>23</sup>

Mit dieser Feststellung verbunden ist drittens zu beachten, dass Zinserhöhungen naturgemäss die ganze Wirtschaft betreffen. Übertreibungen treten währenddessen oftmals nur in bestimmten Segmenten des Kreditmarkts auf.

Es scheint aus diesen Gründen zielführender, Übertreibungen am Kreditmarkt in erster Linie mit anderen Instrumenten einzudämmen als mit dem Zinsinstrument. Dies natürlich unter der Voraussetzung, dass wirksame alternative Instrumente zur Verfügung stehen.<sup>24</sup>

### **Makroprudenzielle Instrumente**

Im Fokus stehen hier makroprudenzielle Instrumente (Folie 24). Damit werden Instrumente bezeichnet, die zum Ziel haben, dem Aufbau von systemweiten Stabilitätsrisiken vorzubeugen, und die das Finanzsystem insgesamt robuster gegen negative Schocks machen sollen.

Makroprudenzielle Instrumente finden international seit der globalen Finanzkrise zunehmend Verbreitung.<sup>25</sup> In der Schweiz ist der Einsatz von makroprudenziellen Massnahmen aufgrund der bedeutenden Ungleichgewichte am Kredit- und Immobilienmarkt gegenwärtig von besonders grosser Bedeutung.

Hierzulande liegt der Schwerpunkt dabei auf dem sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffer sowie auf Vorgaben, die bei der Kreditnachfrage ansetzen (Folie 25).

Der sektorielle Kapitalpuffer verpflichtet Banken, mehr Eigenkapital zu halten, wenn sich Ungleichgewichte am Hypothekarmarkt aufbauen. Damit werden zwei Ziele verfolgt: Erstens sind Banken mit mehr Eigenmitteln besser in der Lage, Verluste zu absorbieren, die als Folge eines übermässigen Kreditwachstums anfallen können. Zweitens erhöhen sich die Kosten der Hypothekarkreditvergabe, was dem Aufbau von Ungleichgewichten in diesem Segment entgegenwirkt.

---

<sup>23</sup> Vgl. Assenmacher und Gerlach (2008), Bean et al. (2010) und Svensson (2016).

<sup>24</sup> Vgl. Smets (2014).

<sup>25</sup> Makroprudenzielle Instrumente sind z.B. Teil von Basel III, der nach der Finanzkrise angepassten globalen Mindeststandards in der Bankenregulierung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, vgl. BCBS (2010).

«Antizyklisch» wird der Puffer genannt, weil die Kapitalanforderungen während eines Aufschwungs am Hypothekarmarkt steigen. Damit wird der Aufschwung gedämpft und das Sicherheitspolster der Banken und des Systems vergrössert. Im Abschwung werden die Anforderungen reduziert. So haben die Banken mehr Kapital zur Verfügung, um allfällige Kreditverluste aufzufangen. Dies verringert die Gefahr, dass sich systemische Risiken materialisieren, es also zu einer Abwärtsspirale von Notverkäufen und ausfallenden Krediten kommt.

Auf Antrag der SNB aktivierte der Bundesrat den sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffer 2013 und erhöhte ihn 2014 auf 2% der risikogewichteten Hypothekarkredite für Wohnliegenschaften in der Schweiz.

Neben dem sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffer sind insbesondere zwei Massnahmen zu nennen, welche die Branche 2012 in Form einer Selbstregulierung einführte. Diese Massnahmen setzen bei der Nachfrage nach Krediten an: Erstens die Pflicht, dass Hypothekarneher einen Mindestanteil an Eigenmitteln aufbringen müssen. Zweitens die Pflicht, dass sie einen Teil des Kredits innerhalb einer vorgegebenen Zeitspanne tilgen müssen, wenn die Belehnung mehr als zwei Drittel des Immobilienwerts ausmacht.

Zusammen mit dem Kapitalpuffer haben diese Massnahmen dazu beigetragen, dass die Dynamik am Kredit- und Immobilienmarkt in den letzten drei Jahren tiefer ausfiel als zuvor (Folie 26).<sup>26</sup> Für eine Entwarnung ist es aber weiterhin zu früh. Es muss sich noch zeigen, wie nachhaltig die Abkühlung der Preisdynamik am Immobilienmarkt insgesamt ist. So bestehen die Ungleichgewichte am Immobilien- und Hypothekarmarkt fort. Auch bleibt die Preisdynamik im Segment der Wohnrenditeliegenschaften hoch. Zudem gibt es aktuell Anzeichen einer erneuten Preiszunahme im selbstbewohnten Segment. Gleichzeitig sind die Kreditzinsen weiterhin ausserordentlich günstig. Entsprechend stark bleiben die Anreize für Haushalte, Banken und Anleger, am Hypothekarmarkt und am Immobilienmarkt übermässig hohe Risiken einzugehen.

Es lässt sich also Folgendes festhalten: Makroprudenzielle Instrumente sind ein wichtiger Bestandteil im Werkzeugkoffer von Zentralbanken und Regulatoren geworden – dies aus meiner Sicht zu Recht. Sie ermöglichen es, Risiken im Finanzsystem zielgerichtet anzugehen. Gleichzeitig wäre es aber auch vermessen anzunehmen, dass durch diese makroprudenziellen Instrumente jegliche Risiken für die Finanzstabilität eingedämmt werden könnten.

## Fazit

Meine Damen und Herren, ich komme damit zum Schluss. Kredite sind gut, Schulden aber schlecht – wie lässt sich diese Ambivalenz in der öffentlichen Wahrnehmung erklären? Stephen Cecchetti fasst es so zusammen: *«Debt is a two-edged sword. Used wisely and in moderation, it clearly improves welfare. But, when it is used imprudently and in excess, the result*

---

<sup>26</sup> Das in den letzten zwei Jahren in der Schweiz insgesamt gedämpfte Wirtschaftswachstum und die geringere Nettozuwanderung sind ebenfalls Erklärungen für die zuletzt gebremste Dynamik am Kredit- und Immobilienmarkt.

*can be disaster*» (Folie 27).<sup>27</sup> Ich selbst habe die Kreditvergabe nicht mit einem zweiseitigen Schwert, sondern mit der Ernährung verglichen: Sie ist im ausgewogenem Mass notwendig fürs Überleben. In übermässiger und ungesunder Form wird sie aber zum Problem. Genauso stellt eine wohlüberlegte Kreditaufnahme und –vergabe eine wesentliche Grundlage für eine gedeihende Wirtschaft dar. Übertreibungen am Kreditmarkt können dagegen zu Krisen führen und dadurch der gesamten Volkswirtschaft enormen Schaden zufügen. Entsprechend wichtig ist, dass Banken, Haushalte und Unternehmen am «Kreditbuffet» stets genügend Vorsicht und Zurückhaltung walten lassen. Genauso wichtig ist gleichzeitig, dass die Nationalbank die Entwicklungen am Kreditmarkt genau analysiert und ihre Instrumente optimal nutzt, um allfällige Risiken für die Finanzstabilität so weit wie möglich einzudämmen.

---

<sup>27</sup> Cecchetti et al. (2011). Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat in seinem jüngsten Finanzstabilitätsbericht eine ähnliche Schlussfolgerung für die Verschuldung von Haushalten gezogen: In der kurzen Frist ist die Kreditaufnahme durch Haushalte wachstumsfördernd. In der mittleren Frist reduziert eine zu hohe Haushaltsverschuldung aber das Wirtschaftswachstum (IWF, 2017).



## Literatur

Assenmacher-Wesche, K. und S. Gerlach (2008), *Financial structure and the impact of monetary policy on asset prices*, SNB Working Paper No. 2008-16, September 2008.

BCBS (2010), *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Dezember 2010.

Bean, Ch. et al. (2010). *Monetary policy after the fall*, Paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, August 26-28, 2010.

Beck, T. (2011), *The role of finance in economic development: benefits, risks, and politics*, CentER Discussion Paper No. 2011-141.

Boissay, F. et al. (2016), *Booms and banking crises*, BIS Working Paper No. 545, Februar 2016.

Buttiglione, L. et al. (2014), *Deleveraging? What deleveraging?*, Geneva Reports on the World Economy 16, International Center for Monetary and Banking Studies.

Cecchetti, S.G. et al. (2011), *The real effect of debt*, BIS Working Paper No. 352, September 2011.

Danthine, J.-P. (2013), *Causes and consequences of low interest rates*, Referat am Swisscanto Market Outlook 2014, Lausanne, 14. November 2013.

EBK (1998), *Jahresbericht 1997*.

Ferguson, N. (2009), *The ascent of money: a financial history of the world*, Penguin Books.

Friedman, M. (1957), *The permanent income hypothesis*, in: Friedman, M., *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, S. 20–37.

Graeber, D. (2011), *Debt: The first 5000 years*, First Melville House Printing.

Grossman, R.S. (2010), *Unsettled account: The evolution of banking in the industrialized world since 1800*, Princeton University Press.

IWF (2017), *Global financial stability report*, Oktober 2017.

Jorda, Ò. et al. (2013), *When credit bites back*, Journal of Money, Credit and Banking, Supplement to Vol. 45/2.

Jorda, Ò. et al. (2016), *Macrofinancial history and the new business cycle facts*, NBER Working Paper No. 22743, Oktober 2016.

Keynes, John M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan.

Kindleberger, C.P. und R.Z. Aliber (2005), *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*, 5th edit., Basingstoke, John Wiley & Sons.

- Koo, R.C. (2011), *The world in balance sheet recession: causes, cure and politics*, Real-world Economics Review, Issue No. 58.
- Levine, R. (2005), *Finance and growth: theory and evidence*, Handbook of Economic Growth, Vol. 1A, Elsevier, S. 865–934.
- Minsky, H.P. (1992), *The financial instability hypothesis*, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 74, Mai 1992.
- Modigliani, F. und R.H. Brumberg (1954), *Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data*, in: Kurihara, K.K. (Hrsg.), Post-Keynesian Economics, Rutgers University Press, S. 388–436.
- Reinhart, C.M. und V.R. Reinhart (2010), *After the fall*, Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead, August 26-28, 2010.
- Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2009), *The aftermath of financial crises*, The American Economic Review, Vol. 99/2, Papers and Proceedings, S. 466–472.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational exuberance*, Princeton University Press.
- Smets, F. (2014), *Financial stability and monetary policy: how closely interlinked?*, International Journal of Central Banking, Vol. 10/2, S. 263–300.
- Svensson, L.E.O. (2016), *Cost-benefit analysis of leaning against the wind: are costs larger also with less effective macroprudential policy?*, IMF Working Paper No. 16/3, Januar 2016.
- Taylor, A. (2015), *Credit, financial stability, and the macroeconomy*, NBER Working Paper No. 21039, März 2015.
- Tinbergen, J. (1956), *Economic policy: principles and design*. North-Holland.

---

# Kredite, Schulden und Wachstum

Fritz Zurbrügg  
Vizepräsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Collegium generale  
Bern, 1. November 2017

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



# Schulden vs. Kredite

Schuld: *sculan* = sollen

Kredit: *credere* = glauben

*creditum* = das auf Treu und Glauben Anvertraute

# Agenda

**Teil 1:** Warum sind Kredite aus volkswirtschaftlicher Sicht nützlich?

**Teil 2:** Unter welchen Umständen sind Kredite schädlich für eine Volkswirtschaft?

**Teil 3:** Welche Rolle spielen die Zentralbanken im Kreditzyklus?

---

# Teil 1: Warum sind Kredite aus volkswirtschaftlicher Sicht nützlich?

# Kredite: Bereits in der Antike verbreitet

Bsp.: Tönerne Schuldtafeln in Mesopotamien (3000 v. Chr.)



# Kredite erfüllen zwei grundsätzliche Funktionen

Kreditnehmer: **Kredite erlauben es, zukünftiges Einkommen bereits heute zu verwenden**

Beispiel: Start-up-Unternehmen

Beispiel: Hauskauf

Beispiel: Staatsschulden

Kreditgeber: **Kredite ermöglichen es, vorhandenes Kapital optimal einzusetzen**

Beispiel: Investitionen eines Unternehmers



---

Teil 2: Unter welchen Umständen sind Kredite schädlich für eine Volkswirtschaft?

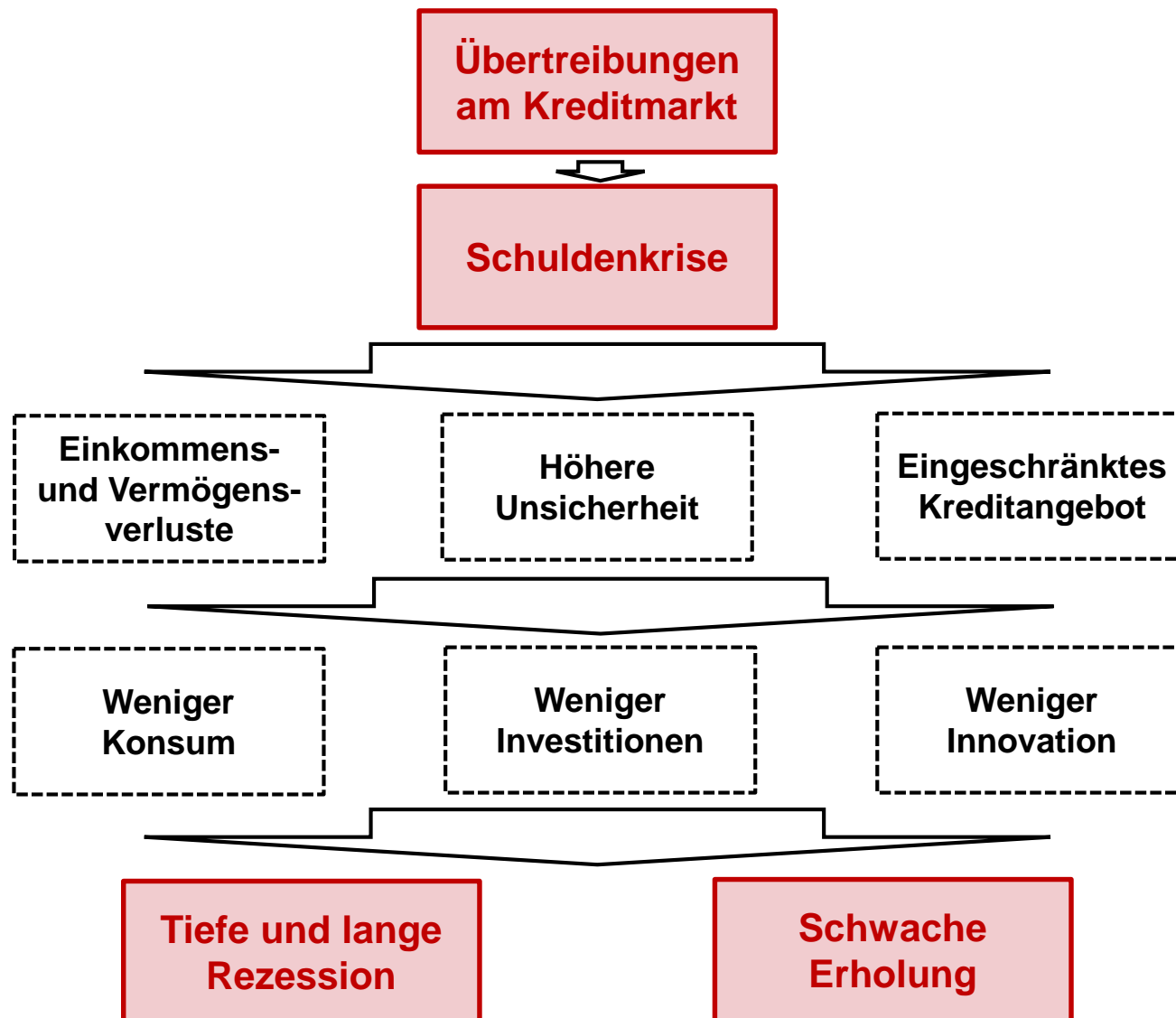
# Das Kreditrisiko

"Wie weiss ich, dass Sie in einem Jahr noch da sind?"



CartoonStock.com

# Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft



# Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft – Das Eingehen übermässiger Risiken

Makroökonomisches  
Umfeld

Aufschwung

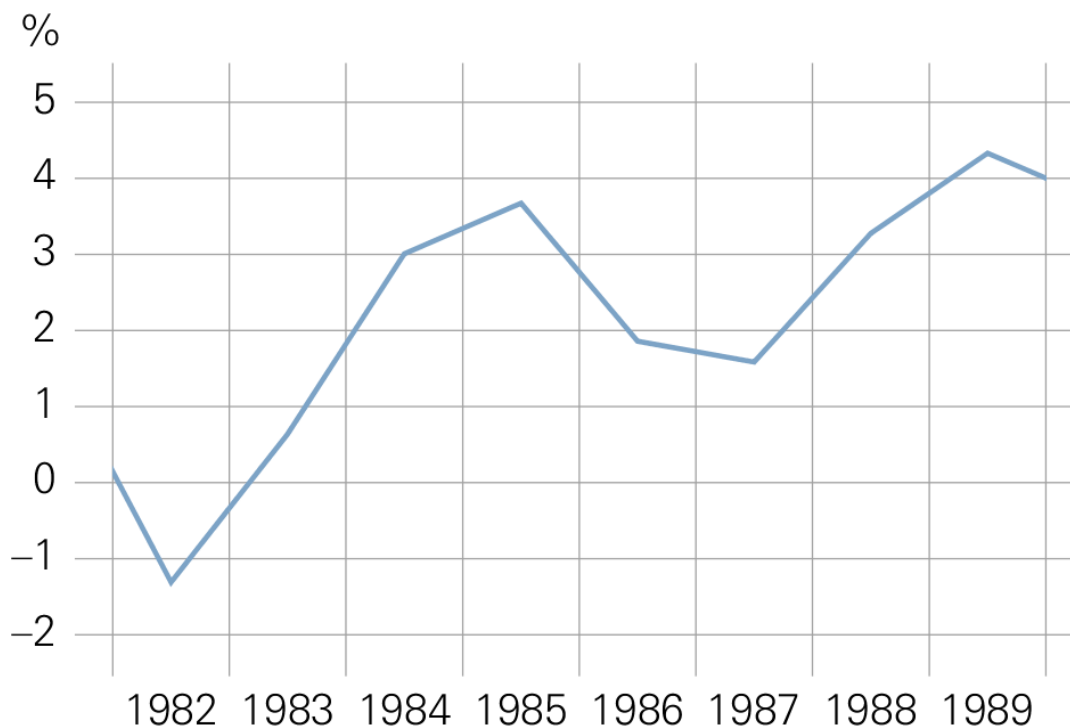
Tiefe Zinsen

Vermögenspreise

Systemische Risiken

Verzerrte Erwartungen

## BIP-JAHRESWACHSTUM SCHWEIZ



Quellen: SNB, SECO

# Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft – Das Eingehen übermässiger Risiken

Makroökonomisches  
Umfeld

Aufschwung

Tiefe Zinsen

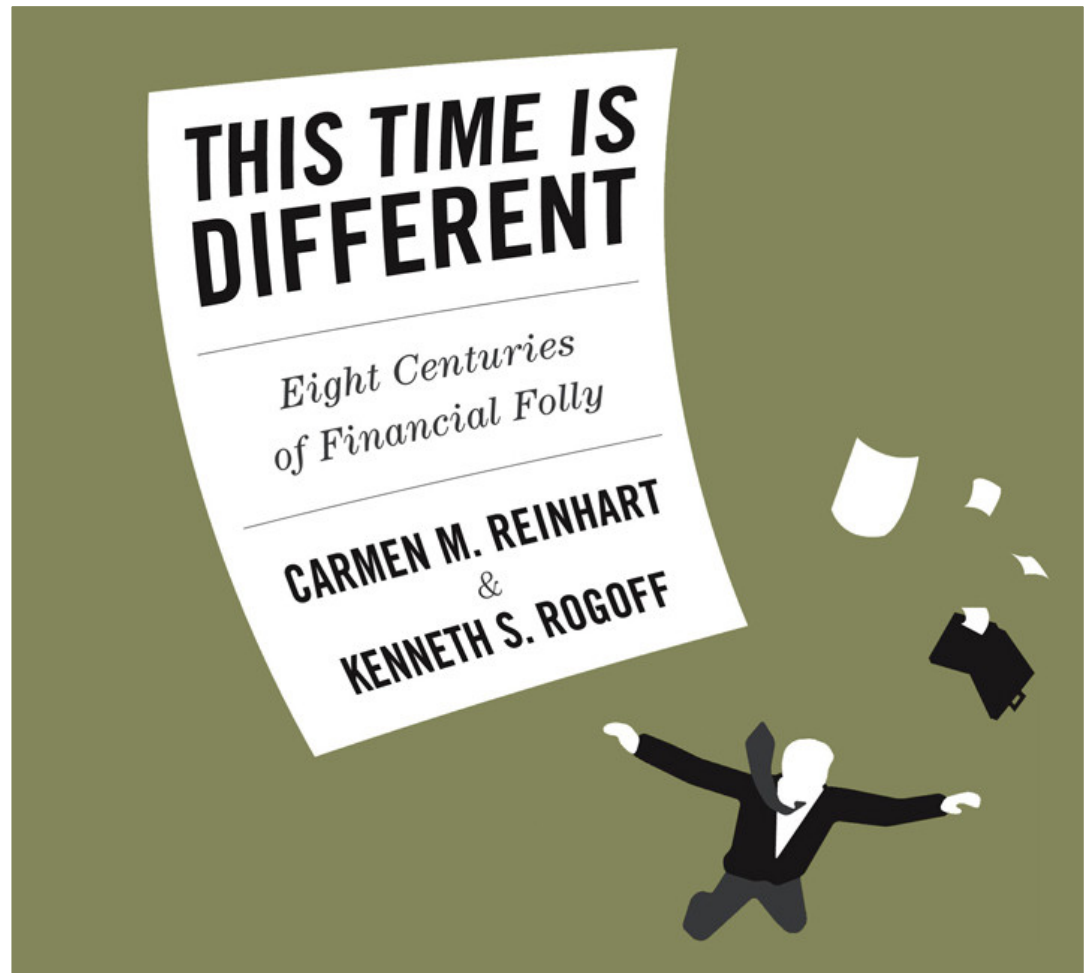
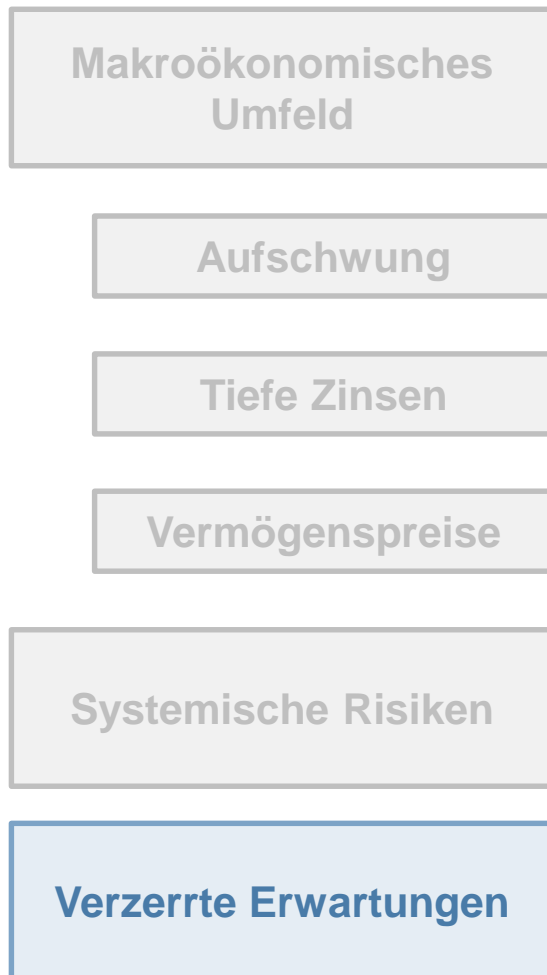
Vermögenspreise

**Systemische Risiken**

Verzerrte Erwartungen



# Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft – Das Eingehen übermässiger Risiken



# Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft – Das Eingehen übermässiger Risiken

Makroökonomisches  
Umfeld

Aufschwung

Tiefe Zinsen

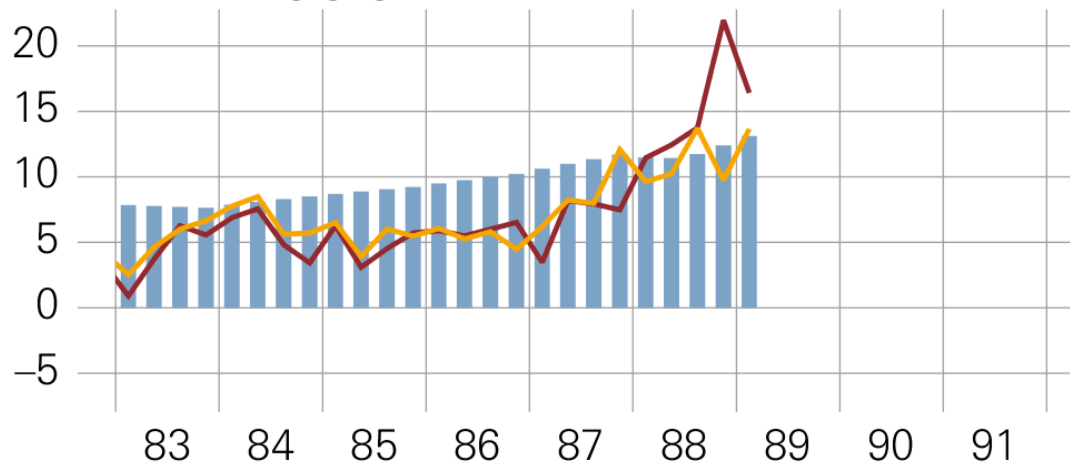
Vermögenspreise

Systemische Risiken

Verzerzte Erwartungen

## HYPOTHEKAR- UND IMMOBILIENMARKT SCHWEIZ

%-Veränderung gegenüber Vorjahr



- Hypothekarkredite (nominal)
- Angebotspreise Einfamilienhäuser (nominal)
- Angebotspreise Wohnungen (nominal)

Quellen: SNB, Wüest Partner

# Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft

Makroökonomisches Umfeld

Aufschwung

Tiefe Zinsen

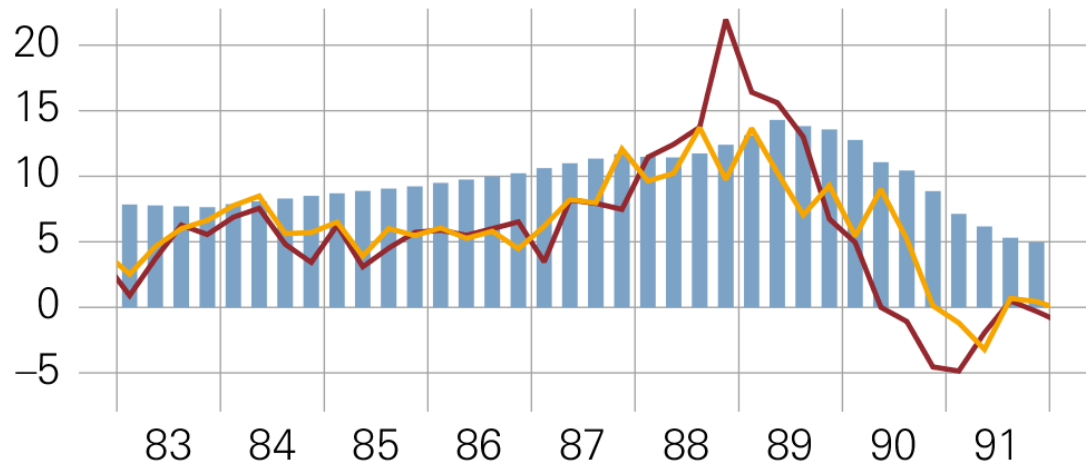
Vermögenspreise

Systemische Risiken

Verzerzte Erwartungen

## HYPOTHEKAR- UND IMMOBILIENMARKT SCHWEIZ

%-Veränderung gegenüber Vorjahr



- Hypothekarkredite (nominal)
- Angebotspreise Einfamilienhäuser (nominal)
- Angebotspreise Wohnungen (nominal)

Quellen: SNB, Wüest Partner



# Kredite als Belastung für eine gesamte Volkswirtschaft

Makroökonomisches Umfeld

Aufschwung

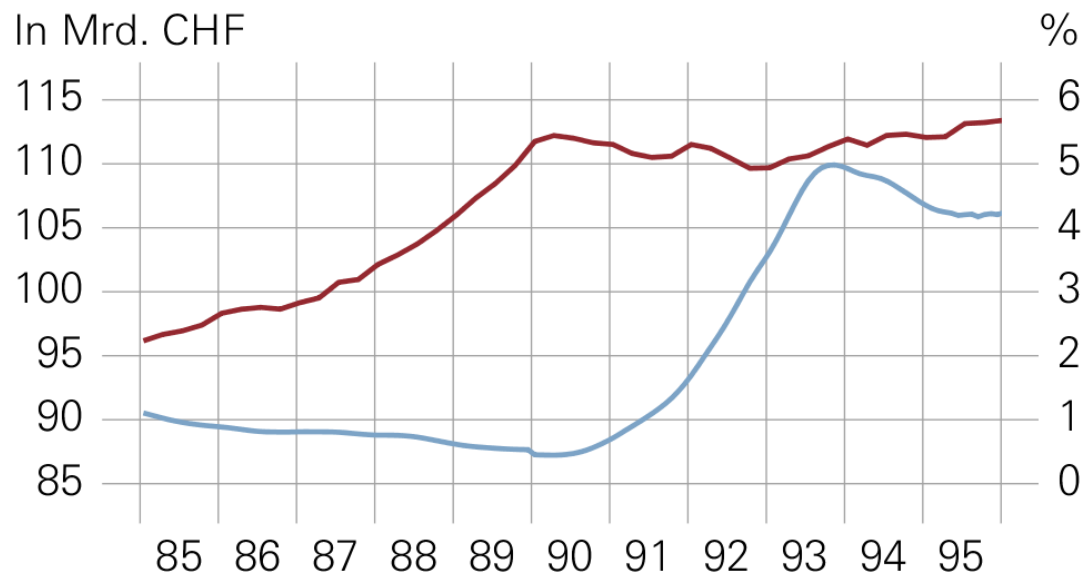
Tiefe Zinsen

Vermögenspreise

Systemische Risiken

Verzerrte Erwartungen

## SCHWEIZER IMMOBILIENKRISE 1989/1990: WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG



— Arbeitslosenquote (saisonbereinigt, rechte Seite)  
— BIP (real)

Quellen: SNB, SECO

---

## Teil 3: Welche Rolle spielen die Zentralbanken im Kreditzyklus?

# Preisstabilität vs. Finanzstabilität

## **NATIONALBANKGESETZ**

### Artikel 5: Aufgaben

<sup>1</sup> Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die **Preisstabilität**. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.



<sup>2</sup> In diesem Rahmen hat sie folgende Aufgaben:

...

e. Sie trägt zur **Stabilität des Finanzsystems** bei.

# Preisstabilität vs. Finanzstabilität

## Aktuelle Situation in der Schweiz

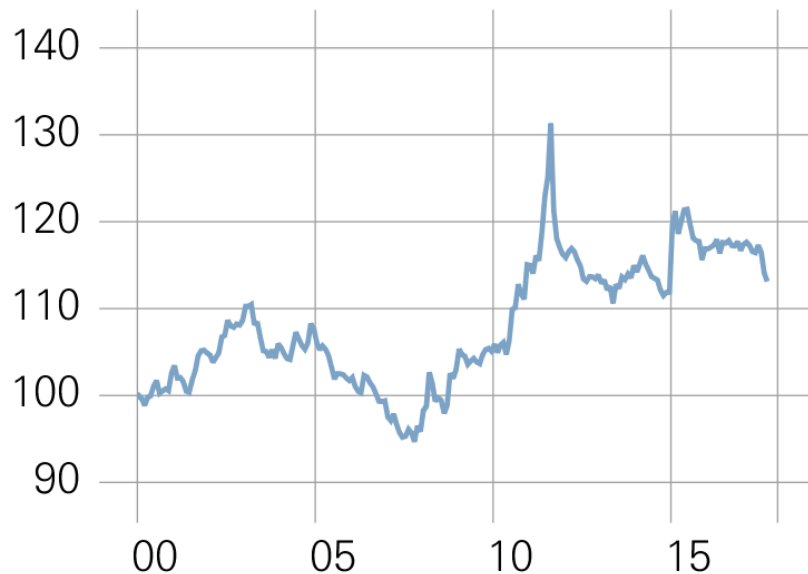
---

### FRANKEN WEITERHIN HOCH BEWERTET

Realer, effektiver Wechselkurs, LIK-basiert

---

Index (Jan 2000 = 100)



Quelle: SNB

# Preisstabilität vs. Finanzstabilität

## Aktuelle Situation in der Schweiz

---

### FRANKEN WEITERHIN HOCH BEWERTET

Realer, effektiver Wechselkurs, LIK-basiert

---

Index (Jan 2000 = 100)



Quelle: SNB

# Preisstabilität vs. Finanzstabilität

## Aktuelle Situation in der Schweiz

### FRANKEN WEITERHIN HOCH BEWERTET

Realer, effektiver Wechselkurs, LIK-basiert

Index (Jan 2000 = 100)

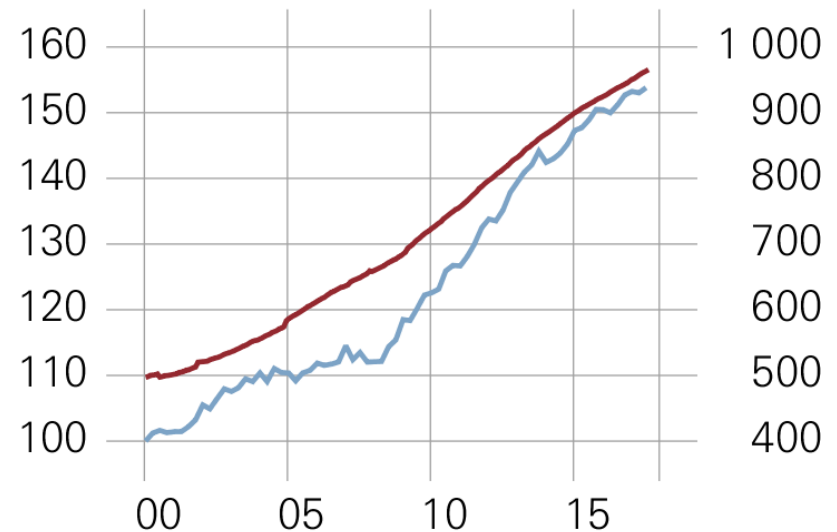


Quelle: SNB

### AUFSCHWUNG IMMOBILIEN- UND HYPOTHEKARMARKT

Index (Q1 2000 = 100)

In Mrd. CHF



- Angebotspreise Einfamilienhäuser (real)
- Hypothekarkredite (rechte Seite)

Quellen: SNB, Wüest Partner

# Preisstabilität vs. Finanzstabilität

## Aktuelle Situation in der Schweiz

### FRANKEN WEITERHIN HOCH BEWERTET

Realer, effektiver Wechselkurs, LIK-basiert

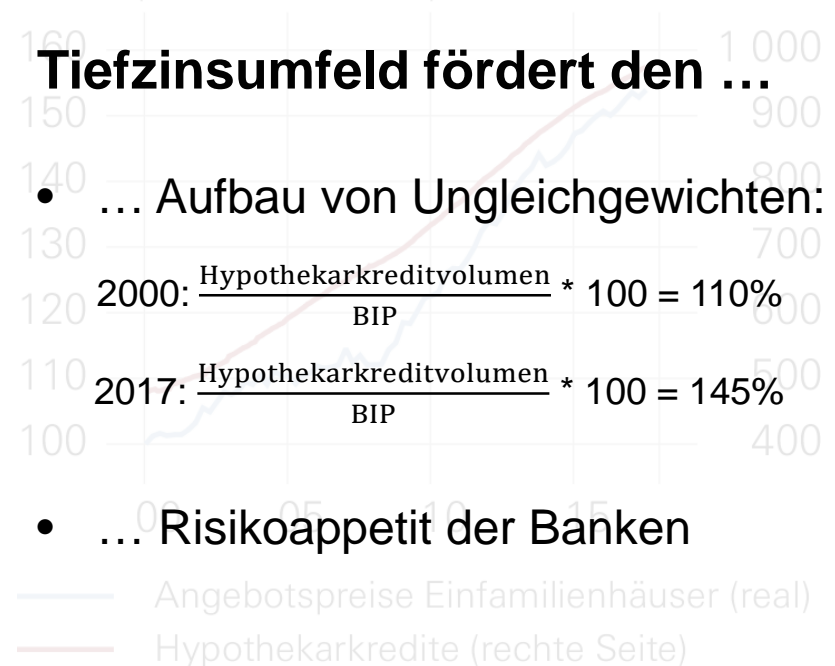
Index (Jan 2000 = 100)



Quelle: SNB

### AUFSCHWUNG IMMOBILIEN- UND HYPOTHEKARMARKT

Index (Q1 2000 = 100) In Mrd. CHF



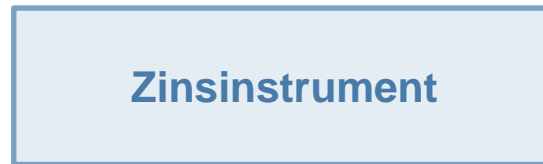
Quellen: SNB, Wüest Partner

# Soll das Zinsinstrument eingesetzt werden, um Übertreibungen am Kreditmarkt einzudämmen?

## **NATIONALBANKGESETZ**

### Artikel 5: Aufgaben

<sup>1</sup> Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die **Preisstabilität**. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.



<sup>2</sup> In diesem Rahmen hat sie folgende Aufgaben:

...

e. Sie trägt zur **Stabilität des Finanzsystems** bei.

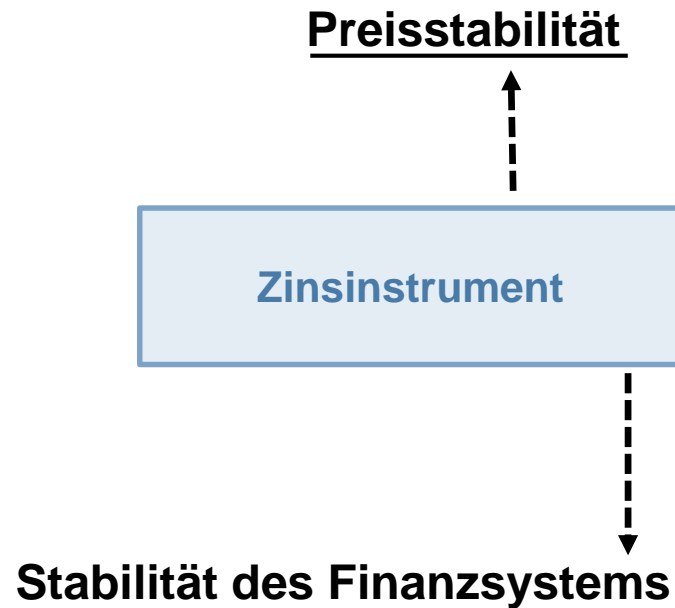


# Soll das Zinsinstrument eingesetzt werden, um Übertreibungen am Kreditmarkt einzudämmen?

Tinbergen-Prinzip:  
1 Ziel = 1 Instrument

Unerwünscht starke  
Nebenwirkungen

Übertreibungen nur in  
bestimmten Segmenten

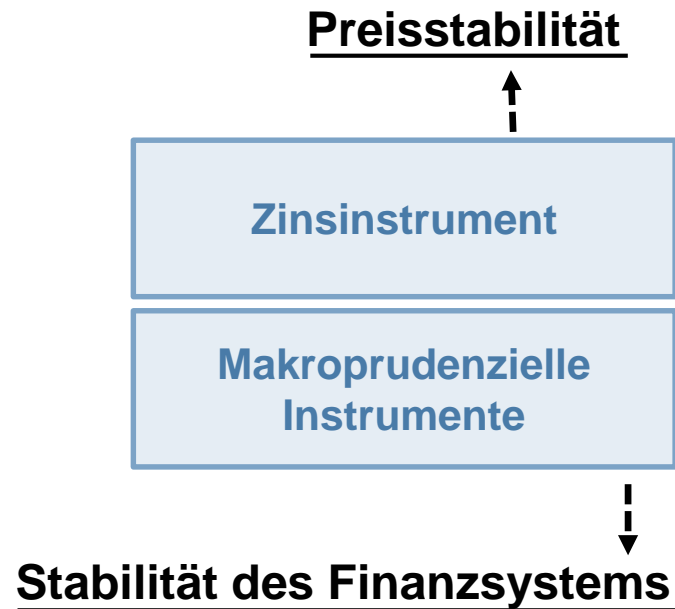


# Makroprudenzielle Instrumente als zielgerichtete Alternative zum Zinsinstrument

Tinbergen-Prinzip:  
1 Ziel = 1 Instrument

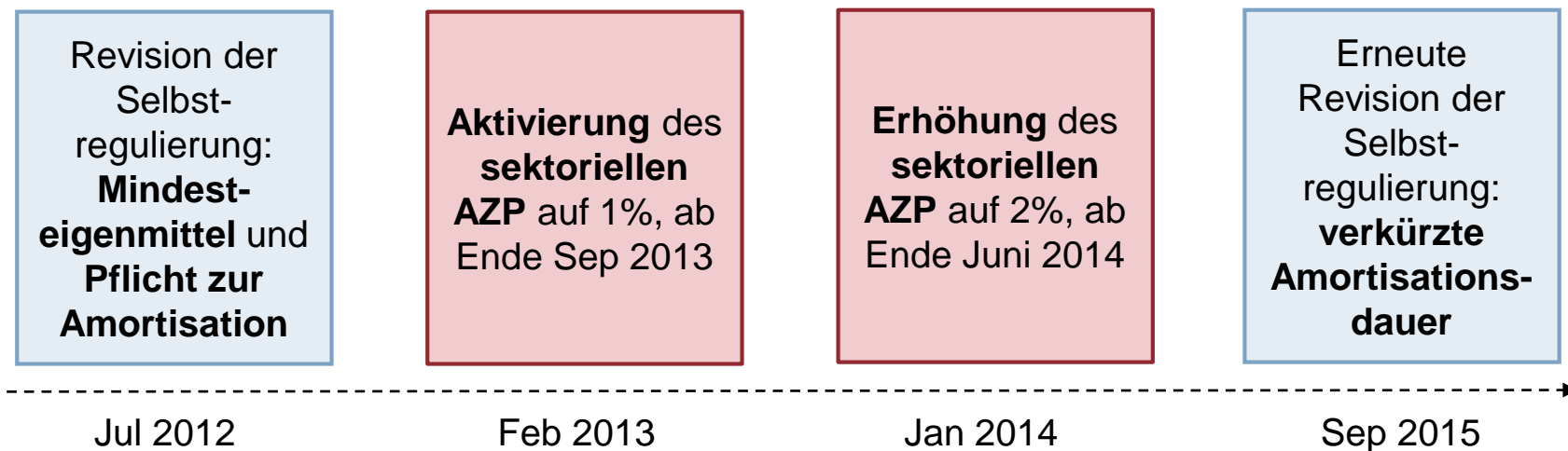
Unerwünscht starke  
Nebenwirkungen

Übertreibungen nur in  
bestimmten Segmenten



# Makroprudenzielle Instrumente

## BEISPIEL SCHWEIZ



■ Bundesrat und SNB      ■ Bankiervereinigung

Quelle: SNB

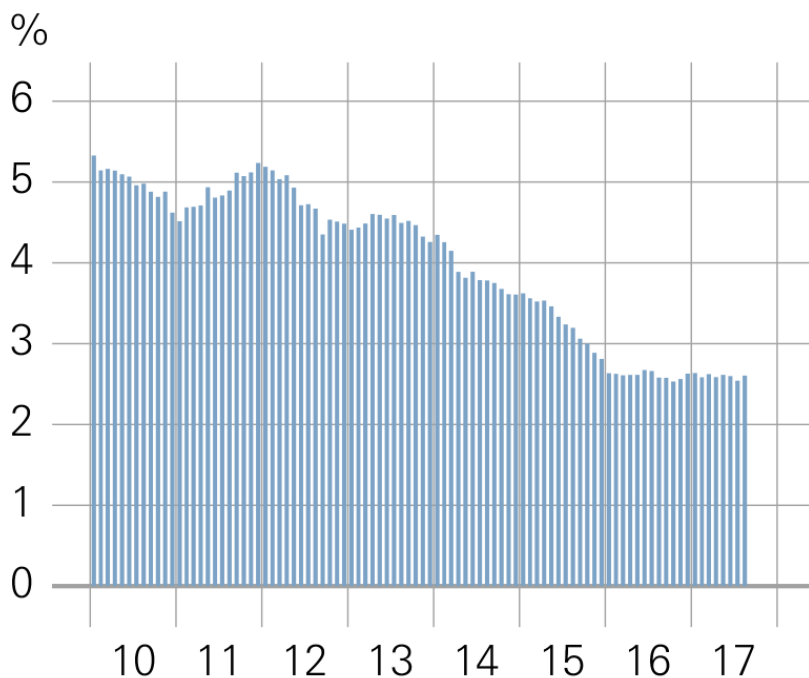
AZP = Antizyklischer Kapitalpuffer

# Makroprudenzielle Instrumente

## Schwächere Dynamik am Schweizer Immobilien- und Hypothekarmarkt

### HYPOTHEKARKREDITE

Veränderung gegenüber Vorjahr, nominal



Quelle: SNB

### PREISE EINFAMILIENHÄUSER

Veränderung gegenüber Vorjahr, real, Transaktionspreise



Quellen: SNB, Wüest Partner

# Fazit

"Debt is a two-edged sword. Used wisely and in moderation, it clearly improves welfare. But, when it is used imprudently and in excess, the result can be a disaster."

Cecchetti et al. (2011)