



Sperrfrist

29. März 2022, 18.30 Uhr

Makroprudenzielle Politik über die Pandemie hinaus: Bilanz und Ausblick

International Center for Monetary and Banking Studies

Fritz Zurbrügg

Vizepräsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Genf, 29. März 2022

© Schweizerische Nationalbank, Bern, 2022 (Referat auf Englisch)

* Der Referent dankt Angela Abbate für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags. Sein Dank geht auch an Toni Beutler, Robert Bichsel, Maja Ganarin, Jacqueline Thomet und Martin Straub sowie an die Sprachendienste der SNB.



Sehr geehrter Professor Panizza, sehr geehrte Damen und Herren

Vielen Dank, Professor Panizza, für die Einladung zur Teilnahme an der «Public Lecture Series» des International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) in Genf. Ich freue mich sehr, wieder hier zu sein, zumal dies die erste Vorlesung nach der pandemiebedingten zweijährigen Pause ist.

Die Auswirkungen der Pandemie scheinen inzwischen abgeklungen zu sein, dafür erleben wir zurzeit eine andere tragische Entwicklung. Ich bin äusserst besorgt über Russlands Krieg gegen die Ukraine und möchte dem ukrainischen Volk mein tiefes Mitgefühl aussprechen.

In meinen Ausführungen heute Abend werde ich über makroprudenzielle Politik und die zunehmenden Herausforderungen für die Finanzstabilität sprechen – zwei Themen, die nach wie vor von höchster Relevanz sind.

In den letzten Monaten haben die Schweiz und andere Länder die Phase der akkommodierenden makroprudenziellen Politik hinter sich gelassen. In vielen Ländern wurden die Lockerungen der Kapitalanforderungen für Banken, die während der Pandemie eingeführt wurden, wieder rückgängig gemacht. Zudem haben verschiedene Länder auch Schritte zur Verschärfung der makroprudenziellen Politik eingeleitet. Was sind die Gründe für diesen Richtungswechsel? Die Antwort liegt auf der Hand: Die Wirtschaft steht heute an einem ganz anderen Punkt als zu Beginn der Pandemie vor rund zwei Jahren.

Damals erlebte die Weltwirtschaft einen beispiellosen Schock, und die Unsicherheit über die wirtschaftlichen Folgen war enorm. Die Regierungen und Zentralbanken reagierten auf diesen Schock mit fiskal- und geldpolitischen Lockerungen in noch nie dagewesenem Umfang. Diese Stützungsmaßnahmen sowie die Impfprogramme trugen massgeblich dazu bei, die Weltwirtschaft auf den Erholungspfad zu führen.

Rückblickend können wir aus Sicht der Finanzstabilität sagen, dass die Fähigkeit der Banken, ihre Rolle als Kreditgeber für die Realwirtschaft ohne Unterbruch auszuüben, zusätzlich zur Erholung beitrug. Dies war hauptsächlich den seit der globalen Finanzkrise aufgebauten substanziellen Kapitalpuffern zu verdanken, welche die Widerstandskraft des Bankensektors erhöhten, sowie den Stützungsmaßnahmen, die Schuldner bei der Überbrückung ihrer Liquiditäts- und Einkommensengpässe halfen. Die makroprudenzielle Politik trug zusätzlich zur Stützung bei: Erstmals seit der globalen Finanzkrise wurde in den meisten Ländern ein expansiver Kurs eingeschlagen; dies führte zu gelockerten Kapitalanforderungen, was wiederum die Kreditvergabe unmittelbar begünstigte.

Die Gründe, die zu dieser akkommodierenden makroprudenziellen Politik führten, sind heute nicht mehr gegeben. Gemäss unserer geldpolitischen Lagebeurteilung von letzter Woche sollte sich die weltweite Konjunkturerholung fortsetzen, wenn auch etwas gedämpft aufgrund des Kriegs in der Ukraine. Die Wachstumsraten in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften bleiben dieses Jahr voraussichtlich über dem Durchschnitt, und die Arbeitslosenquoten sinken wieder auf das Vor-Pandemie-Niveau. Gleichzeitig nehmen derzeit jedoch in zahlreichen Ländern die Verwundbarkeiten des Finanzsystems zu. Es gibt Anzeichen von überzogenen

Bewertungen an den Aktien- und Immobilienmärkten, und die Unternehmens- und Staatsverschuldung ist weltweit hoch. Dies erhöht die Verwundbarkeit des Bankensektors gegenüber Korrekturen an diesen Märkten, ausgelöst etwa durch einen plötzlichen Zinsanstieg oder eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten.

Als Zentralbank mit dem Auftrag, zur Finanzstabilität beizutragen, verfolgt die Schweizerische Nationalbank diese Entwicklungen aufmerksam. Wir konzentrieren uns dabei insbesondere auf den Schweizer Immobilien- und Hypothekarmarkt, da sich Anzeichen von Verwundbarkeiten an diesem Markt mehren und er für das Schweizer Bankensystem von grosser Bedeutung ist.

Bevor ich im Detail auf die gegenwärtigen Verwundbarkeiten im Ausland und in der Schweiz eingehe, möchte ich Bilanz ziehen bezüglich unserer bisherigen Erfahrungen mit der makroprudenziellen Politik. Dazu möchte ich zuerst die Ziele der makroprudenziellen Politik in Erinnerung rufen wie auch die Instrumente, mit denen diese erreicht werden sollen.

Makroprudenzielle Politik: Ziele und Instrumente

Ziele

Die globale Finanzkrise hat gezeigt, dass Finanzkrisen hohe Kosten verursachen können – sowohl in wirtschaftlicher Hinsicht als auch aus einer breiteren gesellschaftlichen Perspektive. Diese Erfahrung wird auch durch Forschungsergebnisse gestützt. Demnach sind mit einer Finanzkrise einhergehende Rezessionen tendenziell tiefer und länger als «normale» (nicht-finanzielle) Rezessionen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die vorhergehende Expansion durch ein überdurchschnittlich starkes Wachstum der Kredite und Immobilienpreise gekennzeichnet war.¹ Ein stabiles Finanzsystem – oder anders ausgedrückt ein Finanzsystem, das seine wichtigsten Funktionen wahrnehmen kann und widerstandsfähig ist gegenüber Schocks – ist deshalb für ein stabileres Wirtschaftswachstum unerlässlich.

Die globale Finanzkrise führte uns ausserdem vor Augen, dass es zwei wichtige Risikodimensionen in Bezug auf die Finanzstabilität gibt: eine «strukturelle» Dimension, die von der Grösse und Vernetzung der einzelnen Finanzinstitute («Too big to fail»-Finanzinstitute) abhängt, und eine «zyklische» Dimension, die sich aus dem Auf- und Abbau von finanziellen Verwundbarkeiten ergibt. In diesem Referat konzentriere ich mich – aufgrund ihrer Relevanz im aktuellen Umfeld – auf diese «zyklischen» Risiken. Lassen Sie mich diese zyklischen Risiken an einem vereinfachten Beispiel verdeutlichen, das grob auf der in vielen Ländern beobachteten Dynamik vor und während der globalen Finanzkrise beruht, an die sich viele von Ihnen sicher noch gut erinnern. Steigende Immobilienpreise gehen meist mit einer grossen Dynamik beim Kreditwachstum und bei der Risikonahme der Banken einher. Dies wiederum erhöht die Verwundbarkeit des Bankensektors gegenüber einer

¹ Siehe Jordà, O., M. Schularick und A. M. Taylor (2015), *Leveraged bubbles*, Journal of Monetary Economics, Vol. 76(S): 1–20, und Jordà, O., M. Schularick und A. M. Taylor (2015), *When Credit Bites Back*, Journal of Money, Credit and Banking, 45: 3–28.

Korrektur der Immobilienpreise. Ein Schock, der zu einer Korrektur führt, kann auch sich gegenseitig verstärkende Effekte von sinkenden Preisen, Kreditausfällen und daraus resultierenden Verlusten bei Banken auslösen. Verfügen die Banken über keine ausreichende Kapitalbasis, um diese Verluste zu absorbieren, müssen sie womöglich ihre Bilanzgrösse verringern, was die Kreditvergabe an die Realwirtschaft beeinträchtigt. Dies verstärkt den ursprünglichen Schock und kann zu einem Einbruch der Wirtschaftsaktivität führen.

Mit den Folgen der globalen Finanzkrise wurde uns schmerzhaft bewusst, dass das Ignorieren von sich aufbauenden systemischen Risiken Kosten nach sich zieht. Deshalb taten sich nationale Regulatoren und internationale Institutionen zusammen und legten das Fundament für unser heutiges makroprudenzielles Rahmenwerk. Dieses umfasst zwei Arten von Massnahmen: einerseits solche, die dem Aufbau von Verwundbarkeiten entgegenwirken sollen, etwa indem ein exzessives Kreditwachstum und eine übermässige Verschuldung der Banken reduziert werden oder die durchschnittliche Qualität der Vermögenswerte der Banken verbessert wird. Andererseits – und meines Erachtens absolut unerlässlich – sind es Massnahmen, welche die Widerstandskraft des Bankensektors stärken sollen. Anders gesagt sollen sie sicherstellen, dass der Bankensektor über ausreichend Kapital verfügt, um Verluste zu absorbieren, die in einer Krise anfallen könnten, und dass er in der Lage ist, weiterhin und ohne staatlichen Unterstützungsbedarf Finanzdienstleistungen für die Realwirtschaft zu erbringen.

Dabei müssen wir uns im Klaren sein, dass die makroprudenzielle Politik Finanzkrisen nicht immer verhindern kann. Indem sie ihre Ziele verfolgt und insbesondere die Widerstandskraft des Bankensektors gewährleistet, sollte sie vielmehr die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen verringern und im Krisenfall das Ausmass und die Dauer von Rezessionen beschränken. Die Gewährleistung der Widerstandskraft ist in der Schweiz besonders wichtig, da der Schweizer Bankensektor im Verhältnis zur Volkswirtschaft auch im internationalen Vergleich gross ist und einige wenige Banken eine dominante Rolle spielen.²

Instrumente

Zur Erreichung der erwähnten Ziele steht den makroprudenziellen Behörden eine breite Palette von Instrumenten zur Verfügung.

Um den Aufbau von Verwundbarkeiten einzudämmen, können Behörden auf Instrumente zurückgreifen, welche die Verschuldung auf einem nachhaltigen Niveau halten sollen. Beispiele für diese sogenannten schuldnerbasierten Instrumente sind Beschränkungen des Belehnungsgrads (Loan-to-Value, LTV) oder bei der Tragbarkeit (Loan-to-Income, LTI) sowie spezifische Vorgaben bezüglich Kreditlaufzeit und Amortisation. Diese Instrumente begrenzen insbesondere die Kredite an Haushalte, die nicht genügend persönliches Eigenkapital mitbringen oder deren Einkommen nicht ausreichen würde, um die

² Per Ende 2020 betragen die Aktiven des gesamten Bankensektors rund 3800 Mrd. Franken. Dies entspricht etwa 500% des Schweizer BIP, was im internationalen Vergleich eine hohe Quote ist.

Zinszahlungen zu leisten, falls die Zinsen über ein bestimmtes Niveau steigen. Diese Instrumente sollten deshalb das gesamte Kreditwachstum und damit indirekt auch das Wachstum der Wohnliegenschaftspreise reduzieren und so den Aufbau von Verwundbarkeiten eindämmen.

Um die Widerstandskraft des Bankensektors zu stärken, können die makroprudenziellen Behörden auch Instrumente einsetzen, die direkt auf das Kapital der Banken abzielen, sogenannte kapitalbasierte Instrumente. Diese Instrumente erhöhen das Kapital der Banken über die Mindestanforderungen hinaus. Mit anderen Worten schaffen sie einen Sicherheitspuffer, der in Stressphasen zur Abfederung von Schocks dient. Wichtige Instrumente in dieser Kategorie sind Kapitalpuffer, die von der Grösse einer Bank abhängig sind (z. B. Puffer für global systemrelevante Banken). Neben diesen strukturellen Instrumenten können die Behörden auf ein Instrument abstützen, das direkt von der Höhe der zyklischen Risiken an den Kreditmärkten abhängig ist: den antizyklischen Kapitalpuffer. Der Grundgedanke hinter dem antizyklischen Kapitalpuffer ist folgender: Die Banken sollen ihr Eigenkapital schrittweise aufstocken, wenn sich an den Kreditmärkten zyklische Risiken aufbauen und so ihre Widerstandskraft stärken. Bei einem allfälligen Abschwung können die Behörden den antizyklischen Kapitalpuffer deaktivieren, wie dies während der Pandemie in vielen Ländern geschah, und so Kapital freigeben, das die Banken zur Absorbierung von Verlusten oder zur Kreditvergabe an die Realwirtschaft verwenden können. Dies verringert die Wahrscheinlichkeit einer Abwärtsspirale aufgrund einer notfallmässig erfolgenden Einschränkung bei der Kreditvergabe. Und schliesslich könnte die Aktivierung eines antizyklischen Kapitalpuffers die Kreditkosten erhöhen und damit das Kreditwachstum bremsen, was den Aufbau von Verwundbarkeiten eindämmt.

In der Theorie gibt es eine breite Palette möglicher Instrumente. In der Praxis werden die Ausgestaltung und Art der makroprudenziellen Instrumente in der Regel an die länderspezifischen Gegebenheiten angepasst, um ihre Akzeptanz und Wirksamkeit zu erhöhen. Im Folgenden möchte ich aufzeigen, wie wir dies in der Schweiz erreicht haben.

In der Schweiz teilen sich drei Behörden den Auftrag, zur Finanzstabilität beizutragen: die SNB, die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) sowie Bund und Verwaltung. Die Behörden haben die Banken in die Ausgestaltung der makroprudenziellen Instrumente miteinbezogen. So bauen die schuldnerbasierten Instrumente, die 2012 in der Schweiz eingeführt wurden, auf die zuvor schon bestehende Tradition *qualitativer* Selbstregulierungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung betreffend Hypothekarkreditvergabe. Die obengenannten Behörden und die Banken haben gemeinsam eine Ergänzung dieser qualitativen Richtlinien erarbeitet und *quantitative* Vorgaben zu Umfang und Dauer der Amortisation sowie zu den erforderlichen Eigenmitteln des Kreditnehmers festgelegt. Diese quantitativen Richtlinien gelten nun als

Mindestanforderungen.³ Sie wurden 2014 und 2019 aufgrund steigender Verwundbarkeiten am Hypothekar- und Wohnliegenschaftsmarkt weiter verschärft.

Ausserdem verfügt die Schweiz über einen flexiblen regulatorischen Rahmen, der sowohl eine breite als auch eine sektorielle Anwendung des antizyklischen Kapitalpuffers erlaubt. Der Bundesrat entschied 2013 auf Antrag der SNB, den sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffer zu aktivieren. Wir hielten dies für die kosteneffizienteste Lösung, beschränkten sich doch die Verwundbarkeiten damals – wie auch heute – auf den Wohnliegenschafts- und Hypothekarmarkt.⁴ Der sektorielle antizyklische Kapitalpuffer wurde 2014 erhöht, zu Beginn der Pandemie deaktiviert und erst kürzlich auf einem höheren Niveau als vor der Pandemie reaktiviert. Der sektorielle antizyklische Kapitalpuffer erhöht die Kapitalanforderungen für inländische Wohnliegenschaftshypotheken, nicht aber die Kapitalanforderungen für andere Exposures. Dieser sektorielle Fokus trägt deshalb dazu bei, mögliche Nebenwirkungen auf andere Kreditsegmente zu minimieren. Gleichzeitig stärkt er die Widerstandskraft des gesamten Bankensektors, da Hypothekarforderungen den grössten Aktivposten in den Bilanzen der Schweizer Banken darstellen.⁵

Bisherige Erfahrungen mit makroprudenziellen Instrumenten

Alle erwähnten Instrumente haben seit der globalen Finanzkrise einen festen Platz im makroprudenziellen Instrumentarium vieler Volkswirtschaften. Mehr als zehn Jahre später können wir nun erste Schlüsse zur Wirksamkeit dieser Instrumente ziehen – eine Voraussetzung für ihre korrekte Anwendung.

Allerdings muss ich darauf hinweisen, dass eine abschliessende Beurteilung noch nicht möglich ist. Die meisten Länder befinden sich nach wie vor in der Expansionsphase des Finanzzyklus, und ein echter Test in Form einer Finanzkrise ist bisher – zum Glück – ausgeblieben. Deshalb müssen wir immer wieder Neubeurteilungen vornehmen, wenn weitere Erfahrungen sowie zusätzliche und bessere Daten vorliegen.

Den Aufbau von Verwundbarkeiten eindämmen

Schauen wir zuerst die Instrumente an, die den Aufbau von Verwundbarkeiten eindämmen sollen. Die bisherige internationale empirische Evidenz belegt, dass schuldnerbasierte Instrumente wie Beschränkungen von LTV und LTI geholfen haben, das Wachstum der Hypothekarkredite und der Immobilienpreise zu verlangsamen.⁶ Das hat dazu beigetragen, den Aufbau von Verwundbarkeiten zu bremsen, hat diese aber nicht gänzlich verhindern können. Die Forschung zeigt auch klar, dass makroprudenzielle Entscheidungsträger

³ Siehe <https://www.finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/> (abgerufen am 21. März 2022).

⁴ Siehe https://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20130213/source/pre_20130213.de.pdf (abgerufen am 21. März 2022).

⁵ Siehe BCBS (2019), *Guiding principles for the operationalisation of a sectoral countercyclical capital buffer*.

⁶ Siehe z. B. Galati, G. und R. Moessner (2018), *What Do We Know About the Effects of Macroprudential Policy?* *Economica*, 85: 735–770; B. Richter, M. Schularick und I. Shim (2019), *The costs of macroprudential policy*, *Journal of International Economics*, 118: 263–282. Ampudia, M., M. Lo Duca, M. Farkas, G. Perez Quiros, M. Pirovano, G. Rünstler und E. Tereanu (2021), *On the Effectiveness of Macroprudential Policy*, ECB Working Paper Series 2559.

vorausschauend handeln müssen, da sich die Ankündigung von makroprudenziellen Massnahmen erst mit grosser zeitlicher Verzögerung auswirkt.

Für die Schweiz lässt sich ein ähnlicher Schluss ziehen. Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern gab es in der Schweiz vor der globalen Finanzkrise keinen Immobilienboom, folglich kam es danach auch zu keinem Einbruch. Vielmehr sind die Wohnliegenschaftspreise seither moderat, aber unablässig gestiegen, was die makroprudenziellen Verantwortungsträger zu Massnahmen veranlasst hat. Folie 1 deutet darauf hin, dass die verschiedenen zwischen 2012 und 2019 ergriffenen makroprudenziellen Massnahmen, insbesondere die Revision der Selbstregulierungsrichtlinien, eine dämpfende Wirkung auf die Hypothekarkreditvergabe wie auch auf die Entwicklung der Immobilienpreise in dieser Zeitspanne hatten. Das Wachstum der Hypothekarkredite verlangsamte sich bei denjenigen Banken, die aufgrund des sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffers eingeschränkt wurden, besonders stark.⁷ Zudem haben die makroprudenziellen Instrumente zu einer Verbesserung der durchschnittlichen Qualität der Vermögenswerte der Banken beigetragen. Sowohl der sektorielle antizyklische Kapitalpuffer als auch die Erhöhung der Kapitalkosten für Hypotheken mit hohem LTV haben nämlich zu einer Reduktion des Anteils neu vergebener Hypotheken mit hohem LTV geführt.⁸ In den letzten Jahren haben sich die Wohnliegenschaftspreise und Hypothekarkredite aber wieder schneller erhöht, wie wir nachher im Detail sehen werden.

Insgesamt deutet die Evidenz aus dem Ausland und der Schweiz darauf hin, dass gezielte makroprudenzielle Massnahmen – insbesondere schuldnerbasierte Instrumente – helfen können, den Aufbau von Verwundbarkeiten zu verlangsamen. Ihre Zunahme können sie aber nicht vollständig verhindern. Dies ist einer der Gründe, weshalb es so wichtig ist, eine angemessene Widerstandskraft des Bankensektors sicherzustellen. Auf diesen wichtigen Aspekt werde ich nun genauer eingehen.

Stärkung der Widerstandskraft des Bankensektors

Die Kapitalisierung des Bankensektors hat sich seit der globalen Finanzkrise in vielen Ländern verbessert, einerseits dank den kapitalbasierten Instrumenten, die nach der Krise eingesetzt wurden, andererseits dank den von Banken freiwillig gehaltenen Kapitalpuffern (siehe Folie 2). Als Folge davon ist die Widerstandskraft des Bankensektors gegenüber Schocks heute viel grösser als vor der globalen Finanzkrise.

Die Stresstests vieler Zentralbanken deuten denn auch darauf hin, dass das Kapital der Banken allfällige Verluste decken dürfte, die in einem Szenario mit starkem Stress auftreten könnten.⁹ Auch bei der SNB führen wir regelmässig Stresstests für den Schweizer

⁷ Behncke, S. (2022), *Effects of macroprudential policies on bank lending and credit risk*, Journal of Financial Services Research.

⁸ Ebenda.

⁹ Siehe zum Beispiel die 2021 durchgeführten Stresstests der EBA ([EBA publishes the results of its 2021 EU-wide stress test | European Banking Authority \(europa.eu\)](https://www.eba.europa.eu/en/press/2022/03/21/eba-publishes-the-results-of-its-2021-eu-wide-stress-test), abgerufen am 21. März 2022), und des Fed ([Federal Reserve Board - Federal Reserve Board releases results of annual bank stress tests, which show that large banks continue to have strong capital levels and could continue lending to households and businesses during a severe recession](https://www.federalreserve.gov/newsooms/2022/03/21/fed-releases-annual-bank-stress-test-results), abgerufen am 21. März 2022).

Bankensektor durch. Die Ergebnisse, die wir in unserem jährlichen Bericht zur Finanzstabilität veröffentlichen, deuten darauf hin, dass die meisten Banken angemessene Kapitalpuffer haben, um Verluste in Stressszenarien zu absorbieren, insbesondere auch im Falle eines abrupten und starken Zinsanstiegs bei gleichzeitig fallenden Immobilienpreisen. Dies lässt darauf schliessen, dass die Banken in der Lage wären, dem Schock standzuhalten und weiterhin ihre wichtige Rolle als Kreditgeber für die Realwirtschaft wahrzunehmen.

Die Corona-Pandemie hat vor Augen geführt, wie wichtig die Widerstandskraft des Bankensektors ist. Trotz erhöhter Unsicherheit zu Beginn der Pandemie vertrauten die Marktteilnehmer stets auf die Fähigkeit der Banken, allfällige Verluste aus der Pandemie zu absorbieren und gleichzeitig weiterhin ihre Rolle als Kreditgeber zu erfüllen.¹⁰ Die bereits bestehenden Kapitalpuffer im globalen und im Schweizer Bankensystem spielten dabei eine wesentliche Rolle. Der anhaltende Kreditfluss und die umfangreichen Stützungsmaßnahmen der öffentlichen Hand halfen den Unternehmen und Haushalten, ihre Einkommens- und Liquiditätsgänge zu überbrücken. Die Befürchtungen, dass der durch die Pandemie ausgelöste wirtschaftliche Schock durch eine gedrosselte Kreditvergabe der Banken verstärkt werden könnte, haben sich deshalb nicht erfüllt. Eine von der SNB 2020 eingeführte qualitative Umfrage zeigt, dass die Kreditablehnungsquoten nicht signifikant anstiegen – nicht einmal in der akutesten Phase der Pandemie – und dass die eigene Kapitalsituation der Banken kaum je ein Grund für die Ablehnung eines Kreditantrags war.¹¹

Makroprudenzielle Politik über die Pandemie hinaus

Wir haben gesehen, dass die makroprudenzielle Politik helfen kann, den Aufbau von Verwundbarkeiten einzudämmen und die Widerstandskraft des Bankensektors zu stärken. Zudem hat uns die Pandemie gezeigt, dass ein gut kapitalisierter Bankensektor die wirtschaftlichen Auswirkungen von Schocks abfedern und so zu einer schnelleren Erholung beitragen kann.

Wo stehen wir also heute? Gemäss unserer geldpolitischen Lagebeurteilung von letzter Woche sollte sich die weltweite Konjunkturerholung fortsetzen, wenn auch etwas gedämpft aufgrund des Kriegs in der Ukraine. Gleichzeitig steigen jedoch derzeit die Verwundbarkeiten des Finanzsystems. Verschiedene nationale Behörden und internationale Institutionen haben auf überzogene Bewertungen insbesondere an den Immobilienmärkten sowie auf die hohe Unternehmens- und Staatsverschuldung hingewiesen. Im Folgenden gehe ich genauer darauf ein und lege das Augenmerk auf die Immobilienmärkte. Wie wir vorhin besprochen haben, sind diese Märkte grösstenteils kreditfinanziert. Eine Korrektur der Immobilienpreise ist deshalb aus Sicht der Finanzstabilität eine wichtige Risikoquelle.

In mehreren Ländern ist das Wachstum der Immobilienpreise seit Pandemiebeginn gestiegen, wobei diese sich stärker erhöht haben, als es Fundamentalfaktoren erklären können. So liegt

¹⁰ Siehe IWF, *Global Financial Stability Report*, Oktober 2021.

¹¹ Siehe SNB, *Bericht zur Finanzstabilität*, 2021, Kapitel 2.2.

etwa das Verhältnis von Kaufpreis zu Miete bei Wohnliegenschaften – ein einfaches Mass zur Bewertung solcher Immobilien – in zahlreichen Ländern über dem langjährigen Durchschnitt.¹² Gleichzeitig hat die Hypothekarkreditvergabe zugenommen – und in einigen Ländern auch das Kreditrisiko.¹³ Insgesamt haben diese Entwicklungen die Immobilien- und Hypothekarmärkte anfälliger gemacht für Schocks wie etwa einen abrupten Zinsanstieg oder eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten.

Für diesen markanten Anstieg der Immobilienpreise gibt es verschiedene Gründe. Dazu zählen das knappe Immobilienangebot, die vermutlich gestiegene Nachfrage nach Wohneigentum aufgrund der Pandemie und die historisch tiefen Zinsen der letzten Jahre. So treiben die tiefen Zinsen die Nachfrage nach Wohnliegenschaften nach oben und bieten den Banken aber auch Anreize zum Eingehen von Risiken, da das tiefe Zinsniveau die Verschuldungskosten senkt und auf die Margen sowie die Profitabilität der Banken drückt.

Vor dem Hintergrund einer stark steigenden Inflation scheint eine Normalisierung der Leitzinsen eingesetzt zu haben, besonders in Grossbritannien und den USA. Dies könnte helfen, die Zunahme von Verwundbarkeiten abzubremsen, sofern die Normalisierung schrittweise erfolgt und keine übermässige Verschärfung der finanziellen Bedingungen auslöst. Allerdings dürfte das globale Zinsniveau in der mittleren Frist tief bleiben, da strukturelle Faktoren wie Demografie, Ungleichheit und eine starke Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten weltweit auf die Zinsen drücken. Die Geldpolitik kann diese Faktoren nicht beeinflussen. Überdies – und das ist noch wichtiger – liegt der Fokus der Geldpolitik auf der Preisstabilität und der konjunkturellen Entwicklung, und somit nicht auf der Eindämmung von Verwundbarkeiten des Finanzsystems.

Diese Verwundbarkeiten können deshalb am besten über die makroprudenzielle Politik angegangen werden. Zahlreiche Behörden haben denn auch bereits mit einer Verschärfung der makroprudenziellen Politik auf diese Entwicklungen reagiert. So haben einige Länder die schuldnerbasierten Instrumente gestrafft, um dem Anstieg der Verwundbarkeiten entgegenzuwirken (z. B. Finnland, Frankreich und Island). Andere wiederum stärken die Widerstandskraft des Bankensektors, damit die Banken über ausreichend Kapital verfügen, um einer Korrektur standzuhalten. Länder, die die antizyklischen Kapitalpuffer in der akuten Phase der Pandemie deaktiviert oder gesenkt hatten, um die Kreditvergabe der Banken zu stützen, reaktivieren diese nun wieder oder heben sie an, teilweise auf ein noch höheres Niveau (z. B. Dänemark, Deutschland, Grossbritannien, Island, Norwegen und Schweden).

Auch in der Schweiz haben sich die Verwundbarkeiten am Wohnliegenschafts- und Hypothekarmarkt seit Pandemiebeginn erhöht. So gibt es zum einen zahlreiche Anzeichen für steigende Überbewertungen am Wohnliegenschaftsmarkt. Folie 3 zeigt für Wohnungspreise einen einfachen Indikator, der Kaufpreis und Miete vergleicht, sowie Bewertungen anhand

¹² Siehe EZB, *Financial Stability Review*, Mai 2021, S. 35; Board of Governors of the Federal Reserve System, *Financial Stability Report*, Mai 2021, S. 20, Reserve Bank of New Zealand, *Financial Stability Report*, November 2021, S. 14.

¹³ Siehe EZB, *Financial Stability Review*, Mai 2021, S. 35; und Bank of Canada, *Financial System Review*, Mai 2021.

verschiedener Modelle und Annahmen, etwa zur Zinsentwicklung. Anhand dieser Annahmen und Modelle misst die SNB derzeit eine Überbewertung der Wohnungspreise von 10% bis 35%.¹⁴ Seit dem Beginn der Pandemie hat sich die Bandbreite der Überbewertung erhöht. Zum anderen haben wir in den letzten Jahren einen Anstieg der Tragbarkeitsrisiken – gemessen am LTI der neuen Hypothekarkredite (siehe Folie 4) – beobachtet.

Um die Widerstandskraft des Bankensektors angesichts dieser erhöhten Verwundbarkeiten aufrechtzuerhalten, hat der Bundesrat auf Antrag der SNB den sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffer im Januar dieses Jahres auf einem höheren Niveau als vor der Pandemie reaktiviert. Damit beträgt der sektorielle antizyklische Kapitalpuffer nun 2,5%, was dem regulatorischen Maximum entspricht. Ergänzend gelten weiterhin die Selbstregulierungsrichtlinien, die zuletzt 2019 verschärft wurden. Letztere sollten helfen, einer weiteren Zunahme von Verwundbarkeiten entgegenzuwirken.

Die SNB beobachtet die Entwicklungen am Immobilien- und Hypothekarmarkt weiterhin sehr aufmerksam. Dabei beurteilen wir insbesondere, ob die Widerstandskraft des Bankensektors insgesamt in Anbetracht der Risikonahme und der Verwundbarkeiten im makroökonomischen Umfeld angemessen ist.

Dank dem Aufbau von regulatorischen und freiwilligen Puffern nach der globalen Finanzkrise hat sich die Widerstandskraft des Bankensektors insgesamt substanziell erhöht. Sie muss auch in Zukunft aufrechterhalten werden. Dies bedingt, dass die Kapitalpuffer je nach Entwicklung der Verwundbarkeiten am Hypothekar- und Wohnliegenschaftsmarkt angepasst werden, wie dies kürzlich mit der Reaktivierung des sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffers geschehen ist.

Zum Schluss möchte ich betonen, dass die Gewährleistung der Widerstandskraft des Bankensektors kein Selbstzweck ist. Vielmehr ist dies eine Voraussetzung, um ein stabileres Wirtschaftswachstum zu erreichen – was letztlich nicht nur dem Bankensektor, sondern der ganzen Gesellschaft zugutekommt.

¹⁴ Für Einzelheiten siehe Schweizerische Nationalbank, *Bericht zur Finanzstabilität*, Juni 2021, S. 14 f.

Makroprudenzielle Politik über die Pandemie hinaus: Bilanz und Ausblick

Fritz Zurbrügg
Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)
Genf, 29. März 2022

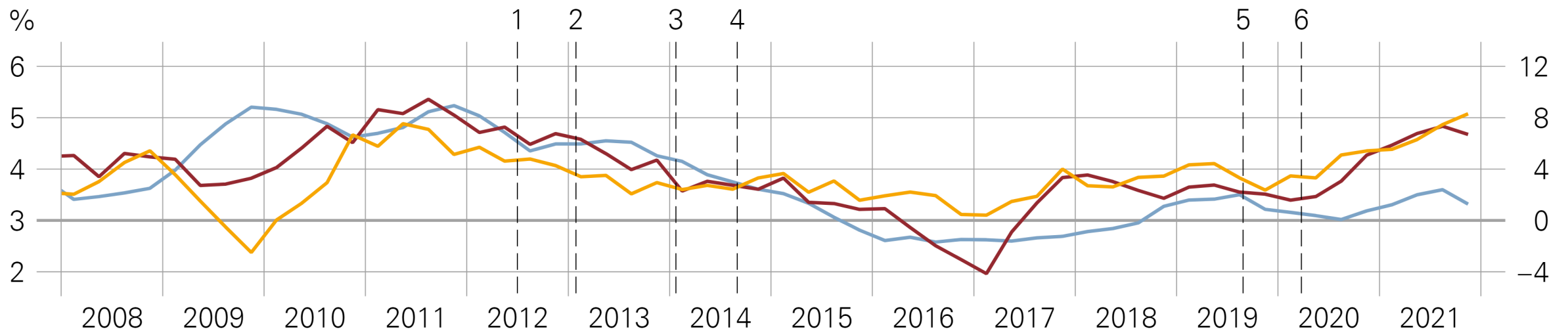
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Folie 1

SCHWEIZ: HYPOTHEKARKREDITE UND TRANSAKTIONSPREISE

Nominale Veränderung gegenüber dem Vorjahr



— Hypothekarvolumen — Preise Eigentumswohnungen (rechte Skala)
— Einfamilienhäuser (rechte Skala)

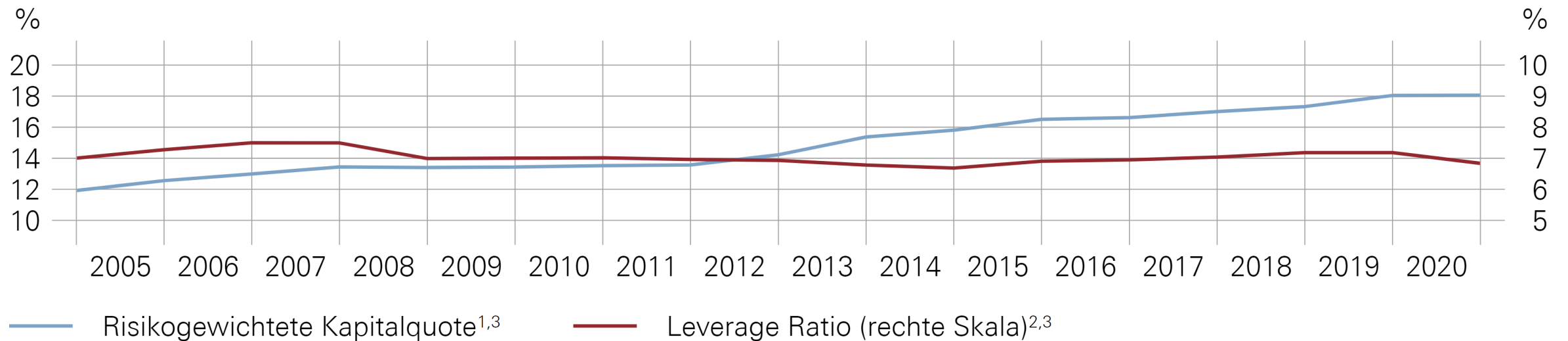
1 Revision Selbstregulierung, 2 Aktivierung AZP, 3 Erhöhung AZP, 4 & 5 Erneute Revision Selbstregulierung, 6 Deaktivierung AZP

Quelle: SNB, Wüest Partner

Folie 2

SCHWEIZ: KAPITALQUOTEN INLANDORIENTIERTER BANKEN

Risikogewichtete Tier-1-Kapitalquote und Tier-1-Leverage-Ratio¹



1 Ab 2020 ohne Mitglieder des Kleinbankenregimes.

2 Bis 2013: Tier 1 geteilt durch die Bilanzsumme. Ab 2014: Tier 1 geteilt durch das Leverage Ratio Exposure gemäss Basel III. Für 2020 beinhaltet das Leverage Ratio Exposure die Zentralbankguthaben.

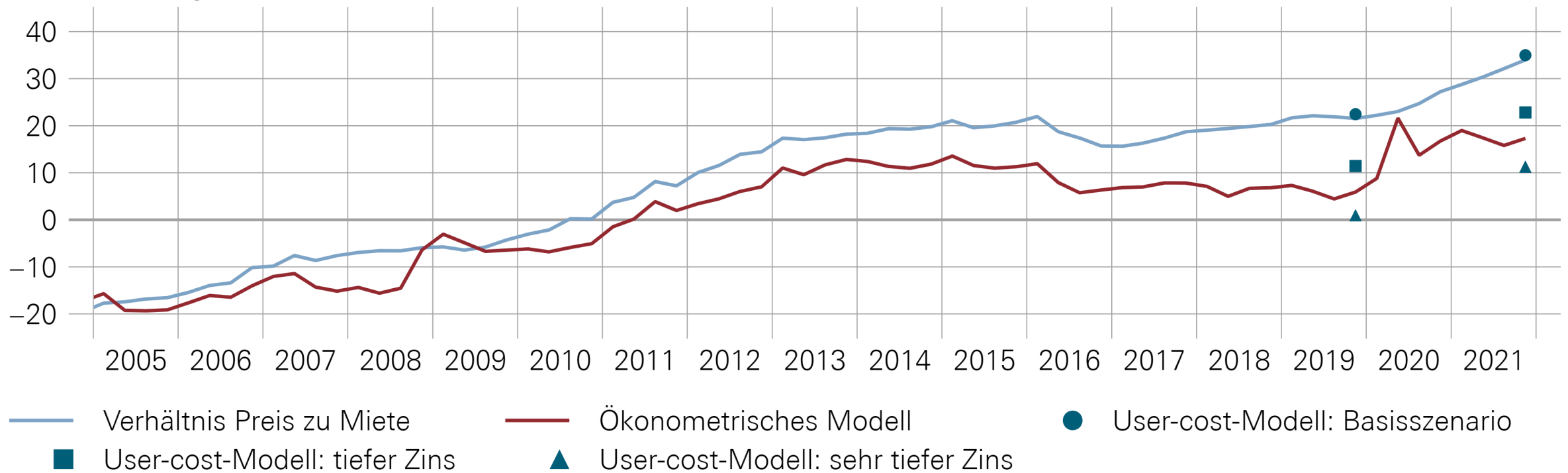
3 Für die Going-Concern-Kapitalquoten der DF-SIBs wird eine Phase-in-Perspektive verwendet.

Quellen: FINMA, SNB

Folie 3

SCHWEIZ: BEWERTUNGSINDIKATOREN FÜR EIGENTUMSWOHNUNGEN

Überbewertung in %

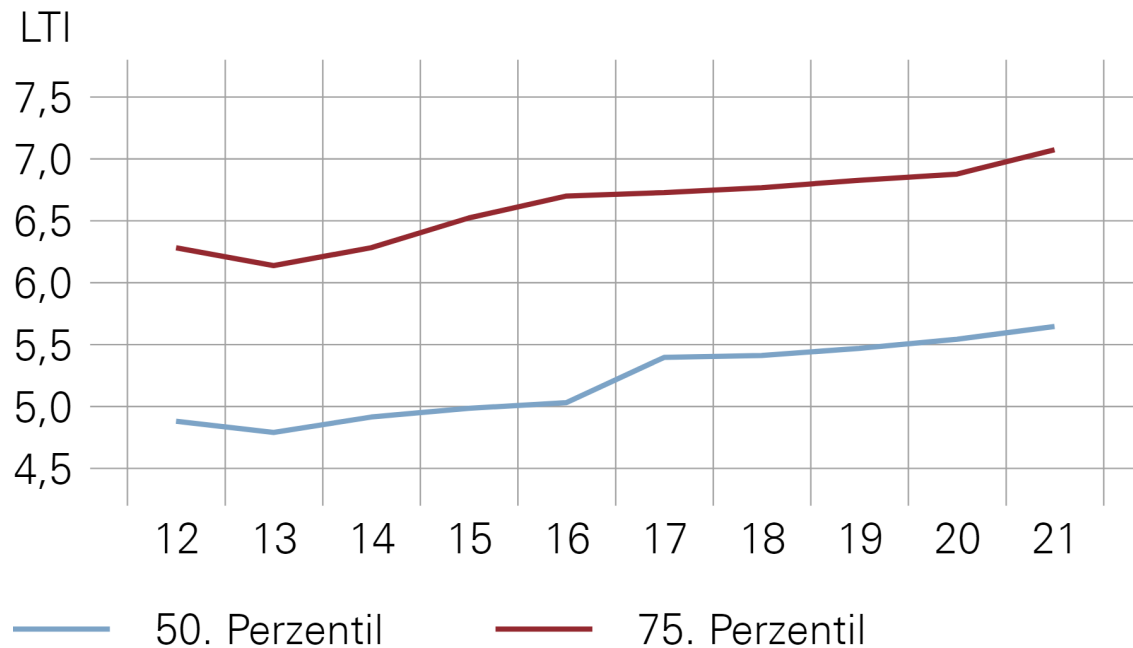


Quellen: BFS, SECO, SNB, Wüest Partner

Folie 4

SCHWEIZ: LOAN-TO-INCOME RATIO

Selbstgenutztes Wohneigentum

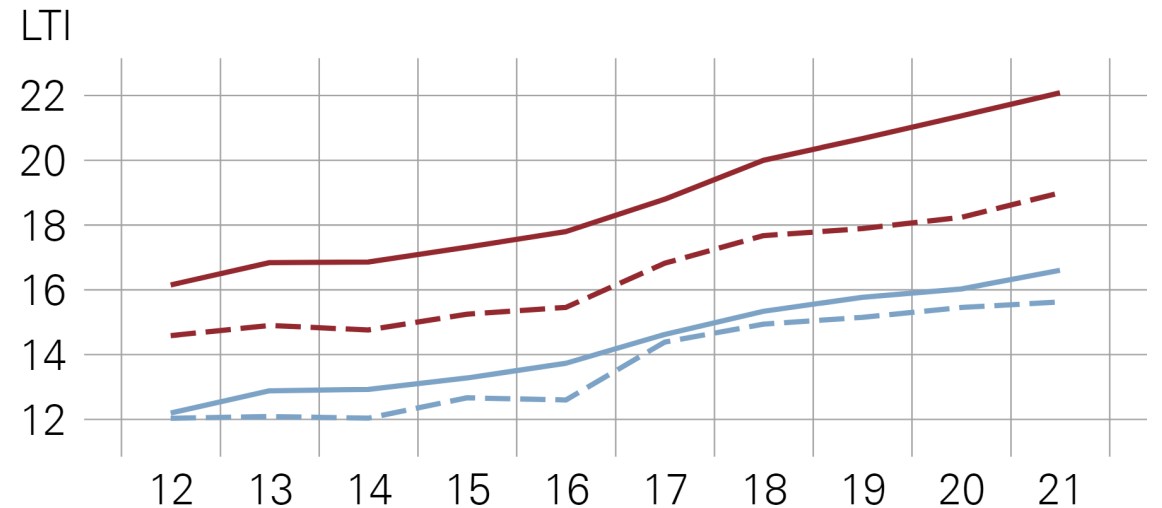


Anmerkungen: Jährliche Frequenz. Revision der Erhebung in 2017.

Quelle: SNB (Erhebung neue Hypotheken)

SCHWEIZ: LOAN-TO-INCOME RATIO

Wohnrenditeliegenschaften: Haushalte (durchgezogen);
Kommerzielle (gestrichelt)



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

