Neue Zürcher Zeitung
INTERVIEW

«Die Hypotheken sind in den letzten Jahren deutlich stärker gestiegen als das BIP»

Der SNB-Vizepräsident Fritz Zurbrügg warnt davor, sich durch die schon lange sehr tiefen Zinsen einlullen zu lassen. Starke Korrekturen in kurzer Zeit seien stets möglich, sagt er im Interview.

Thomas Fuster und Peter A. Fischer
28.10.2017, 06:00 Uhr

Herr Zurbrügg, der Boom am Schweizer Immobilienmarkt scheint kein Ende zu haben. Sind Sie zuversichtlich, dass eine sanfte Abkühlung gelingen kann?

Im vergangenen Jahr verlangsamte sich die Dynamik etwas, nachdem in den Jahren zuvor die Preise und die Kreditvergabe sehr stark angezogen hatten. Das überraschte uns damals positiv, da die Zinsen durch die Einführung der Negativzinsen ja nochmal gesunken waren. In den letzten paar Quartalen stellten wir nun aber fest, dass die Kreditvergabe zwar nur noch moderat wächst. Dafür steigen die Preise wieder stärker an.

Die Lage hat sich also wieder verschärft?

Die Ungleichgewichte, die sich über die vergangenen Jahre aufgebaut haben, sind noc immer gross. Was uns dabei am meisten Sorgen bereitet, ist nicht der Markt für selbstbewohntes Wohneigentum, sondern der Markt für Wohnrenditeliegenschaften. Dort sieht man ein stärkeres Preiswachstum.

Was sind die Gründe dafür?

Ein wichtiger Treiber ist die Suche nach Rendite. Die Investoren können derzeit mit einem relativ sicheren Anlageprodukt, etwa einer zehnjährigen Bundesobligation, nur knapp 0% erwirtschaften. Bei Renditeliegenschaften liegt der Ertrag weiterhin höher, obwohl die Anfangsrenditen schon stark gesunken sind. Entsprechend besteht bei Anlegern noch immer eine Nachfrage nach solchen Liegenschaften. Gleichzeitig schwächt sich die Nachfrage seitens der Mieter ab, was unter anderem mit dem Rückgang der Einwanderung zu erklären ist. Dadurch entsteht bei den Mieten ein Risiko für Korrekturen nach unten.

Angesichts des Immobilienbooms monieren Kritiker, dass die extrem lockere Geldpolitik der vergangenen Jahre zu einer Blase bei den Vermögenspreisen geführt habe, auf welche die Notenbanken nicht adäquat reagiert hätten.

Wir brauchen in der Schweiz den Negativzins und die Bereitschaft, am Devisenmarkt intervenieren, um unser geldpolitisches Mandat erfüllen zu können. Gleichzeitig haben wir aus der Zeit vor der Finanzkrise gelernt, dass lang andauernde tiefe Zinsen zu Ungleichgewichten führen können. Um diese Ungleichgewichte, etwa am Immobilienmarkt, angehen zu können, wurden spezifische makroprudenzielle Instrumente eingesetzt. Eines davon ist der antizyklische Kapitalpuffer, der in der Schweiz ja bereits seit ein paar Jahren aktiviert ist. Er sieht vor, dass beim Aufschwung die Kapitalanforderungen erhöht werden und dieses Kapital beim Abschwung wieder freigegeben werden kann.

Die Wirkung dieses Instruments ist aber umstritten.

Wir sind überzeugt, dass es wirkt. Aber es ist noch etwas früh, bereits abschliessend über die Wirkung zu urteilen. Das Instrument wurde ja erst 2013 aktiviert. Neben der Einführung des Kapitalpuffers wurden auch andere Massnahmen getroffen. Dazu gehören Selbstregulierungsmassnahmen, welche die Nutzung von Geldern aus der zweiten Säule einschränkten, oder Massnahmen zur Verkürzung der Amortisationsdauer. Dieses Gesamtpaket hat gemäss unserer Einschätzung durchaus Wirkung gezeigt.

Muss dieses Instrumentarium verschärft werden, um die anhaltenden Ungleichgewichte am Häusermarkt abzubauen?

Im Moment sind keine weiteren Massnahmen vorgesehen. Wir überprüfen die Situation aber laufend. Zudem weisen wir in der Öffentlichkeit immer wieder auf die Risiken hin.

Die USA haben die Zinswende schon eingeleitet. Im Euro-Raum wird zumindest das Anleihekaufprogramm leicht zurückgefahren. Wird das zu einer Beruhigun am Immobilienmarkt führen?

Wenn es zu einer Normalisierung der Zinsen kommt, wird das sicher einen beruhigenden Einfluss auf den Immobilienmarkt haben. Gleichzeitig könnte diese Entwicklung aber auch ein Risiko für die Finanzstabilität darstellen. Eine mögliche starke Zinserhöhung ist ein Stress-Szenario, das sowohl für die Kreditnehmer als auch für die Banken negative Folgen haben könnte. Daher ist eine graduelle Normalisierun wichtig. So könnten die Ungleichgewichte am Immobilienmarkt langsam abgebaut werden, ohne dass es zu einer starken Reaktion der Preise käme.

Sind die inlandorientierten Banken, die ja besonders stark im Hypothekargeschäft tätig sind, solide genug, um eine allenfalls scharfe Korrekt am Immobilienmarkt verkraften zu können?

Bei einem starken und raschen Zinsanstieg käme es einerseits bei den Nettozinserträgen zu einem markanten Rückgang. Anderseits könnte es auch zu Ausfällen bei den Hypotheken kommen. Gemäss unserem Zinsschockszenario, das einen substanziellen Anstieg des Zinsniveaus umfasst, käme es im Bankensektor zu erheblichen Verlusten. Dennoch wären solche Verluste für die meisten inlandorientierten Banken dank ihrer guten Kapitalisierung verkraftbar.

Für welche Banken wären sie nicht verkraftbar?

Wir geben keine Informationen über einzelne Banken ab, da wir für die systemische Finanzstabilität verantwortlich sind. Aber wie gesagt: Bei den meisten inlandorientierten Banken würden die Kapitalbestände ausreichen, um die Verluste eines solchen Schocks absorbieren zu können.

Ist ein rascher Zinsanstieg, wie er letztmals Ende der 1980er Jahre stattfand, im heutigen Umfeld überhaupt denkbar?

Man darf sich nicht einlullen lassen, wenn sich bestimmte Dinge über mehrere Jahre konstant entwickeln. Wohin das führen kann, haben wir vor der Finanzkrise in den U gesehen. Wir sollten daher stets vor Augen haben, dass es zu starken Korrekturen in kurzer Frist kommen kann. Die Zinsen mögen schon sehr lange tief sein, das bedeutet aber nicht, dass sie für immer auf diesem Niveau bleiben werden.

«Man darf sich nicht einlullen lassen.»

Risiken gibt es nicht nur bei Banken, sondern auch bei Privathaushalten. Deren Schulden liegen in der Schweiz wegen der hohen Hypothekarkredite bei 130% d BIP, ein weltweiter Rekordwert. Wie gross ist die Gefahr für die Finanzstabilität

Die genannte Quote ist ein klarer Indikator für ein hohes Ungleichgewicht. Die Hypotheken sind in den letzten Jahren deutlich stärker gestiegen als das BIP. Die Beurteilung der Entwicklung am Hypothekarmarkt muss ja immer vor dem Hintergrund wirtschaftlicher Fundamentaldaten erfolgen. Und das BIP ist ein solcher Fundamentalwert.

Zur Stabilisierung des Finanzsystems haben die Vertreter der Vollgeldinitiative einen radikalen und einfachen Vorschlag: Sie wollen, dass die Geldschöpfung nu noch durch die Notenbank erfolgen darf, nicht aber durch die Geschäftsbanken. Würde das Finanzsystem dadurch tatsächlich stabiler?

Wir sind überzeugt, dass das Versprechen der Initianten, wonach es keine Finanzblase und Finanzkrisen mehr gäbe, nicht eingehalten werden könnte. Vermögenspreisblase und Finanzzyklen entstehen vor allem aufgrund von Preiserwartungen und höherer Risikofreude. Sie werden nicht immer durch Bankkredite finanziert, im Vorfeld der jüngsten Finanzkrise waren es vielmehr Verbriefungen und andere komplexe Finanzinstrumente. Die Krise ging also nicht von klassischen kreditgebenden Banken aus, sondern von Investmentbanken. Diese eigentlichen Grundursachen für Blasen ur Finanzzyklen werden von der Vollgeldinitiative nicht angegangen.

Könnten aber nicht wenigstens Bank-Runs verhindert werden, da die Kundenkonti bei Annahme der Initiative ja wie Wertschriftendepots ausserhalb der Bankbilanzen geführt werden müssten?

Es wäre bei Annahme der Initiative keineswegs garantiert, dass es nicht mehr zu Bank Runs käme. Die Geschäftsbanken würden mit grosser Wahrscheinlichkeit weiterhin Fristentransformation betreiben. Sie müssten zwar die Sichtguthaben aus ihrer Bilanz auslagern. Sie würden aber weiterhin Spargelder anzuziehen versuchen und diese Gelder langfristig anlegen. Dadurch könnte es auch weiterhin zu Runs oder Liquiditätsproblemen kommen. 1

Die Initianten scheinen den Geschäftsbanken nicht zu trauen und wollen daher der SNB exklusiv das Recht zur Geldschöpfung einräumen. Warum wehrt sich ausgerechnet die SNB gegen eine solche Aufwertung ihrer Rolle?

Weil wir überzeugt sind, dass das heutige System effizienter ist und bessere Resultate bringt. Das heutige System basiert auf Dezentralisierung, Marktwirtschaft, Wettbewerb, Regulierung und einer Geldpolitik, die über den Zins und die Liquidität umgesetzt werden kann. Dieses System kann Finanzblasen zwar nicht ausschliessen. Wie die vergangenen zehn Jahre gezeigt haben, können Exzesse aber reduziert werden durch eine adäquate Regulierung und internationale Zusammenarbeit. Auf diese Weise lässt sich ein widerstandsfähiges Finanzsystem aufbauen, ohne dass es zu einer radikalen Umstellung des Systems kommt, deren Konsequenzen niemand voll abschätzen kann. 2

Die Initiative sähe die Schaffung von sogenanntem schuldfreiem Zentralbankgeld vor. Die SNB könnte dieses direkt dem Bund, den Kantonen oder den Bürgern übertragen. Was wären die Folgen?

Es gibt den Spruch «There is no such thing as a free lunch». Wenn wir schuldfreies Geld herausgeben würden, hätten wir keine Aktiven mehr. Wir würden also auch keine Erträge mehr erwirtschaften, die wir für unsere Aufgaben und für die Gewinnverteilung an Bund und Kantone verwenden könnten. Zudem würde bei der Schaffung von schuldfreiem Geld der politische Druck – ob von staatlicher oder privater Seite – sehr stark werden, solches Geld auch tatsächlich zu erhalten. Das würde unseren geldpolitischen Handlungsspielraum einschränken und die Umsetzung der Geldpolitik erschweren. 3

Aber die SNB ist ja unabhängig. Sie müsste dem Druck nicht nachgeben.

Ja, die Unabhängigkeit ist gegeben, jedoch im gesetzlich vorgegebenen Rahmen mit einem klaren Ziel für die Geldpolitik. Heikel wird es, wenn dieses geldpolitische Ziel immer schwieriger zu erreichen ist, weil der Handlungsspielraum eingeschränkt wird

Können Sie ein Beispiel nennen?

Was passiert beispielsweise, wenn wir in einem solchen Vollgeldregime die Liquidität wieder einschränken wollen? Wie holen wir das schuldfreie Geld vom Bürger oder vor Staat zurück? Mit dieser Frage sind geldpolitische Umsetzungsprobleme verbunden, c hohe Risiken schaffen könnten – auch in der Realwirtschaft. Denn auch dort würde si die Unsicherheit niederschlagen, und die politische Einflussnahme nähme zu.

Sie haben vor kurzem die neue Zehnfrankennote vorgestellt. Schlagzeilen liefer seit geraumer Zeit aber nicht gedruckte, sondern virtuelle Währungen. Wie beurteilen Sie den Boom der Kryptowährungen?

Wir sehen zwar starke Zuwachsraten bei der Anzahl oder der Nutzung solcher Währungen. Aber bezüglich Transaktionen, Verbreitung oder Nutzung wie etwa in Form von Peer-to-Peer-Krediten handelt es sich noch immer um ein sehr kleines Nischenprodukt. Aus Sicht der Geldpolitik und der Finanzstabilität stellt die Entwicklung daher noch kein Problem dar. Wir verfolgen die Entwicklung aber sehr aufmerksam, auch in internationalen Gremien, zumal es sich um ein dynamisches Gebiet handelt. Das Thema darf nicht unterschätzt werden. Derzeit stehen aber eher Fragen des Anleger- und Konsumentenschutzes im Fokus, nicht Fragen der Finanzstabilität oder der Geldpolitik.

Kryptowährungen stehen als Parallelwährungen letztlich im Wettbewerb mit dem gesetzlichen Zahlungsmittel. Unterminiert dies die Zentralbanken?

Das hängt von der Ausbreitung dieser Währungen ab. Private Währungen hat es ja schon immer gegeben, denken Sie etwa an WIR-Gelder. Als Notenbank stellen wir Zahlungsmittel zur Verfügung, die – mit Verlaub – doch einige Vorteile aufweisen. Sollte es nun bei den Währungen zu einem Wettbewerb kommen, müssen die alternativen Zahlungsmittel versuchen, an diese Vorteile heranzukommen oder sie ga zu übertreffen. Essenziell ist dabei die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank, die hinter einer Währung steht. Zudem muss eine Währung die ihr zugedachten Funktionen erfüllen können. Sie muss breit akzeptiert und werthaltig sein. Solche Eigenschaften sind für virtuelle Währungen sehr schwierig zu replizieren.

«Es wäre verfrüht, das ‹too big to fail›-Problem als vollständig gelöst zu betrachten.»

Nach der UBS-Rettung wurden in der Schweiz die Too-big-to-fail-Bestimmunge erlassen. Wenn morgen eine Krise ausbräche wie 2008, wäre der Steuerzahler davor geschützt, erneut für eine Grossbank einspringen zu müssen?

Was man mit Sicherheit sagen kann: Das Schweizer Finanzsystem ist solider und widerstandsfähiger als 2007, etwa mit Blick auf die Eigenkapitalausstattung. Die Regulierung trägt massgeblich dazu bei. Dennoch wäre es im Moment noch verfrüht, das «too big to fail»-Problem schon als vollständig gelöst zu betrachten. Wenn wir ab die beiden wichtigsten Bestandteile der Regulierung – also die Erhöhung der Widerstandskraft der Grossbanken und die Sicherstellung von deren Abwicklungsfähigkeit im Krisenfall – wie geplant umsetzen, werden wir bis Ende 201 in einer sehr soliden Position sein. Wir sind auf Kurs.

Polyglotter Ökonom

pfi. · Als Vizepräsident des SNB-Direktoriums leitet der 1960 in Zürich geborene Fritz Zurbrügg das für Finanzstabilität und Risiken zuständige II. Departement in Bern. Zurbrügg wurde 2012 ins Direktorium gewählt; zuvor war er Direktor der Eidgenössischen Finanzverwaltung. Der international erfahrene, praxisorientierte Ökonom verbrachte bereits grosse Teile seiner Jugend im Ausland (Burma, Iran, Italien), da sein Vater für die FAO arbeitete. Er hat an der Universität Bern Wirtschaftswissenschaften studiert, wo er 1989 zum Dr. rer. pol. promoviert wurde. Danach arbeitete er im Finanzdepartement und beim Internationalen Währungsfonds in Washington, wo er später als Exekutivdirektor die Interessen der Schweiz vertrat.

Newsletter Wirtschaft

Bleiben Sie mit unserem täglichen Newsletter auf dem Laufenden. Überblick und Einordnung der wichtigsten Wirtschaftsthemen. Vor Börsenbeginn ausgewählt von der Redaktion. Hier können Sie sich mit einem Klick kostenlos anmelden.

Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.