Auf lange Sicht

Drei Blicke auf die SNB

Die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank ist stark gewachsen. Wie dringend ist ein Abbau? Auftakt zu einer Serie über Geldpolitik – mit einer Diskussion dreier Zeitreihen.

Von Simon Schmid, 23.04.2018

68 Milliarden. 59 Milliarden. 44 Milliarden. 12 Milliarden. So gross waren die Frankenbeträge, mit denen die Schweizerische Nationalbank im Frühling 2012 hantierte. Die SNB kaufte damit am Devisenmarkt Euro ein, um den damals geltenden Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro zu stützen.

Es war eine spektakuläre Zeit für die Geldpolitik. Und eine Zeit, in der man als Newsjournalist leicht zu Klicks kommen konnte. Alles, was man tun musste, war, in der ersten Monatswoche ein Auge auf die Website der SNB zu werfen – um die Publikation nicht zu verpassen, in der die Nationalbank ihren aktuellen Devisenbestand auswies. Je grösser die Milliardenzahl, desto grösser die Aufregung und desto garantierter die mediale Aufmerksamkeit.

Viele Artikel wurden seither geschrieben. Oft in alarmistischem Ton und mit Überschriften, die Wörter enthielten wie: schwindelerregend, aufgebläht. Halb fasziniert, halb entsetzt berichteten Journalisten über die Nationalbank und deren Devisenkäufe. Und über die Bilanz der SNB, die als Folge davon wuchs: von damals rund 300 auf inzwischen gut 800 Milliarden Franken.

Doch was bedeuten diese Milliardenzahlen eigentlich? Wie muss man die Politik der Schweizerischen Nationalbank seit der Finanzkrise verstehen? Und was für Schlüsse drängen sich für die Zukunft der Geldpolitik auf?

Wir starten dazu heute eine kleine Serie. Der erste Beitrag ist der Versuch einer historischen Einordnung. Wir gehen darin auf drei verschiedene Kennzahlen ein – und zeigen, wie sie sich über die letzten gut hundert Jahre entwickelt haben. Das Bild, das sich am Ende ergibt, lässt die SNB-Politik in einem etwas anderen Licht erscheinen, als sie in den vergangenen Jahren in den News üblicherweise dargestellt wurde.

1. Die Nationalbank und das BIP

Die drei Kennzahlen, auf die wir eingehen, sind: die Bilanz der Nationalbank, die Bilanzen der Schweizer Geschäftsbanken, das Bruttoinlandprodukt.

Zunächst zur ersten und zur dritten Zahl: der SNB-Bilanz und dem BIP.

In der Bilanz einer Notenbank steht, vereinfacht gesagt, wie viele Wertpapiere die Notenbank einerseits besitzt und wie diese Wertpapierkäufe an-

dererseits finanziert wurden – im Normalfall über neu geschöpftes Notenbankgeld.

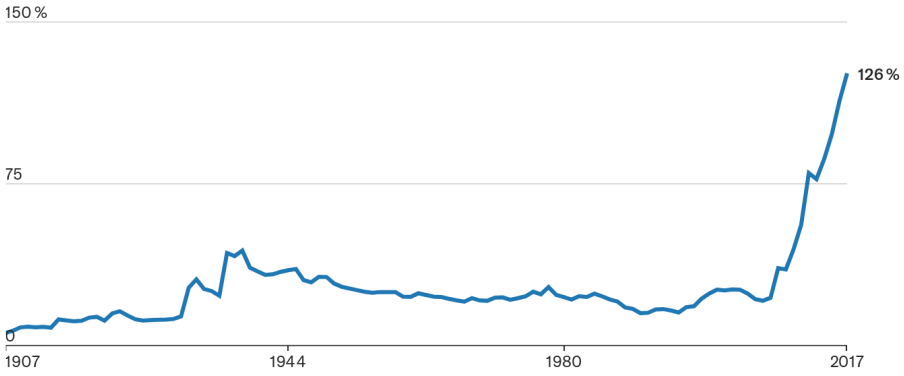
(Falls Ihnen all diese Begriffe neu sind: Am Ende des Textes ist kurz erklärt, was eine Bilanz ist und warum Notenbanken eine spezielle Bilanz haben.)

Die Bilanz der Nationalbank ist seit der Finanzkrise, wie bereits erwähnt, stark gewachsen – auf aktuell gut 800 Milliarden Franken. Um diese Zahl einzuordnen, greifen Ökonomen oft auf die naheliegendste Lösung zurück: Sie setzen sie ins Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Praktisch an diesem Vorgehen ist: Man erhält ein Mass, anhand dessen man die Geldpolitik in verschiedenen Ländern oder die Entwicklung über die Zeit vergleichen kann.

Hier ist die entsprechende Zeitreihe für die Schweiz. Es handelt sich um einen Quotienten: Im Zähler steht die Bilanzsumme der SNB, im Nenner das BIP der Schweiz. Man erkennt: Seit der Gründung der Schweizerischen Nationalbank im Jahr 1907 war ihre Bilanz relativ zum BIP noch nie so gross.

Starker Anstieg während der Finanzkrise

SNB-Bilanz im Verhältnis zum BIP



Quelle: SNB, Uni Bonn

Der steile Anstieg der Kurve macht Eindruck. Manche Wirtschaftsexperten haben deshalb in den letzten Jahren Alarm geschlagen. Sie halten die grosse Notenbank-Bilanz für eine Gefahr: Sie befürchten, dass die Schweizer Franken, welche die Nationalbank bei ihren Devisenkäufen neu geschöpft hat, sich nicht genug schnell aus dem Verkehr ziehen lassen, wenn es in Zukunft nötig sein könnte – was dann zu höherer Inflation führen würde.

Die Daten

Die SNB bietet eine Zusammenstellung historischer Zeitreihen an. Sie reicht von 1907 bis 2007. Excel-Sheets sind da zur SNB selbst sowie zu den Banken in der Schweiz verfügbar. Die Daten wurden ergänzt mit Angaben aus dem Datenportal der SNB über die Bilanzpositionen der SNB und über die Bilanzpositionen von Geschäftsbanken. Für das BIP wurde auf die historische Datensammlung von Jordà, Schularick und Taylor an der Universität Bonn zurückgegriffen (1870–2013) sowie auf Daten und Schätzungen des Seco (2014–2016, 2017).

Was an dieser These dran ist, werden wir ein anderes Mal untersuchen. Für den Moment nur so viel: Der Zusammenhang zwischen der Notenbankbilanz bzw. zwischen verschiedenen Geldmengenaggregaten und der Inflati-

on ist wacklig. Historisch gesehen hat sich die Geldmenge als unzuverlässiges Mass für die Geldpolitik erwiesen. Deshalb gingen viele Zentralbanken ab den 1990er-Jahren dazu über, die Geldpolitik primär über Zinsen zu steuern.

Hier wollen wir stattdessen auf einen anderen Punkt eingehen. Und zwar auf den folgenden: Nicht nur die Bilanz der SNB ist gegenüber dem BIP über die Zeit gewachsen. Sondern auch Grössen aus der Finanzwelt.

2. Die Banken und das BIP

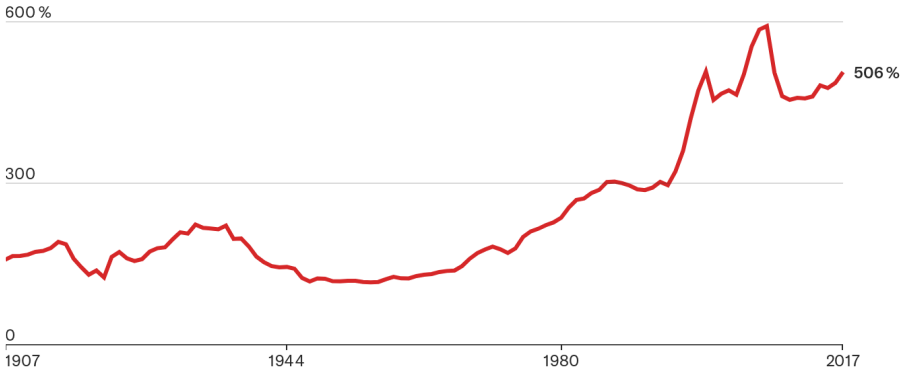
Zum Beispiel die Bilanzen der Geschäftsbanken – womit wir bei der zweiten der drei Kennzahlen sind, die wir oben erwähnt haben.

Zählt man die Bilanzsummen aller Schweizer Geschäftsbanken zusammen, so kommt man aktuell auf einen Wert von 3,4 Billionen Schweizer Franken. So viel wert sind all die ausstehenden Kredite und gekauften Wertpapiere, die in den Büchern der total rund 250 Schweizer Banken stehen – von der grossen UBS bis zur kleinen Sparkasse Leuk. Diese Summe entspricht rund 500 Prozent des Schweizer BIP.

Die SNB führt seit ihrer Gründung eine Statistik über die Geschäftsbanken in der Schweiz. Blickt man zurück bis ins Jahr 1907, so zeigt sich: Auch bei den Bilanzen der Geschäftsbanken kam es zu einem signifikanten Wachstum. Über weite Teile des zwanzigsten Jahrhunderts waren diese Bilanzen bedeutend kleiner als heute: Ihre Grösse schwankte insgesamt zwischen 100 und 200 Prozent des BIP. Doch ab den 1970er-Jahren wuchsen die Bilanzsummen. Den höchsten Stand erreichten sie vor der Finanzkrise – mit fast 600 Prozent.

Stetiges Wachstum über fünfzig Jahre

Bankbilanzen im Verhältnis zum BIP



Quelle: SNB, Uni Bonn

Die Bilanzsummen der Geschäftsbanken stehen weit weniger im Fokus der Medien als jene der Nationalbank. Vermutlich weil die Veränderungen in diesem Bereich langsamer vonstatten gehen. Und weil sie nicht nur von den Entscheidungen eines kleinen Personenkreises wie dem SNB-Direktorium abhängen. Zudem geht es in der Berichterstattung über private Banken meist ums Geschäft: um den Jahresgewinn und das Gehalt in der Chefetage.

Trotzdem ist das Bilanzwachstum bei den Geschäftsbanken ein wichtiger Trend. Offensichtlich hat das Finanzwesen im Vergleich zur Realwirtschaft an Bedeutung gewonnen: Die Vermögenswerte, die in Form von Wert-

papieren sowie Unternehmens- und Immobilienkrediten in den Bilanzen der Geschäftsbanken stehen, sind schneller gewachsen als die Güter und Dienstleistungen, die in der Schweiz jedes Jahr produziert wurden.

Welcher Trend ist wichtiger: das Bilanzwachstum bei der Schweizerischen Nationalbank oder jenes bei den Geschäftsbanken? Eine Spielerei mit den beiden Kennzahlen zeigt: Jetzt wird der Vergleich erst richtig interessant.

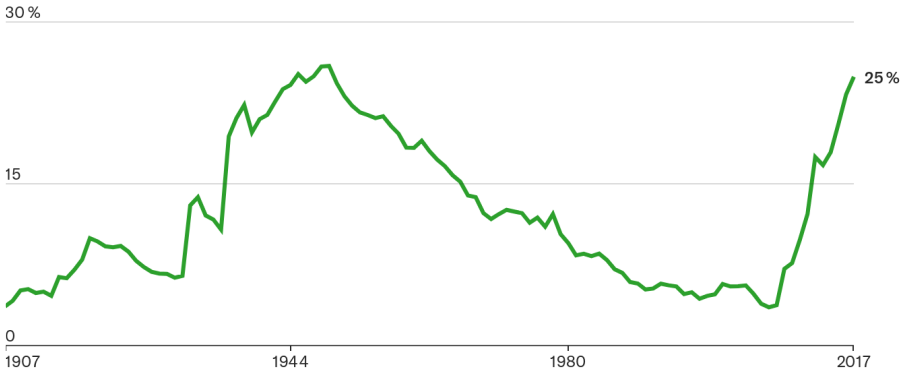
3. Die Nationalbank und die Banken

Kommen wir also zur letzten Zeitreihe und damit zur letzten Grafik. Auch sie zeigt einen Quotienten: Im Zähler steht die Bilanzsumme der SNB, im Nenner steht die Bilanzsumme aller Schweizer Geschäftsbanken – seit 1907.

Der aktuellste Wert beträgt 25 Prozent. Das bedeutet: Die Schweizerische Nationalbank hält zurzeit einen Viertel so viele Vermögenswerte in ihren Büchern wie alle Geschäftsbanken des Landes insgesamt. Die folgende Grafik zeigt, wie sich dieses Verhältnis über die letzten 110 Jahre verändert hat.

Die Jahrhundertwelle

SNB-Bilanz im Verhältnis zu den Bankbilanzen



Quelle: SNB

Auffallend ist: Das Verhältnis von SNB-Bilanz und Geschäftsbanken-Bilanzen schwankt von Jahr zu Jahr nicht wild umher, sondern es steigt und fällt in langen Zyklen. So wuchs das Gewicht der SNB-Bilanz in der ersten Hälfte des Jahrhunderts schrittweise von rund 5 auf über 25 Prozent der Geschäftsbank-Bilanzen an. In der zweiten Jahrhunderthälfte nahm dieses Gewicht nach und nach wieder ab – um nach der Finanzkrise erneut anzusteigen.

Es lohnt sich, den Ursachen für diese Wellenbewegung etwas nachzustöbern. Wie kam es in den 1930er-Jahren zum relativ starken Wachstum der SNB-Bilanz? Warum wuchsen die Geschäftsbank-Bilanzen nach dem Zweiten Weltkrieg schneller als die Bilanz der Nationalbank? Und was passierte 2007?

Wer in die Geschichtsbücher geht, stösst auf verschiedene Triebkräfte. In der ersten Hälfte des Jahrhunderts spielten Politik und Wirtschaft eine Rolle:

- **Der Börsencrash von 1929** und die anschliessende Weltwirtschaftskrise. Sie führten zu weltweiten Unsicherheiten und zu Kapitalflüssen in die Schweiz. Gold wurde aus dem Ausland zur SNB gebracht: Sie

nahm es in festem Verhältnis entgegen und schrieb den Verkäufern dafür Franken gut. Als Folge davon wuchs die Bilanz der Nationalbank.

- **Die Aufgabe des Goldstandards von 1936.** Sie führte dazu, dass sich der Franken schlagartig um 30 Prozent abwertete. Das bedeutete, dass das Gold im Tresor der Nationalbank plötzlich einen grösseren Wert erhielt. Weil die SNB ihre Bücher in Schweizer Franken führt, wuchs dadurch ihre Bilanz.
- **Die grosse Depression der Dreissigerjahre.** Sie traf vor allem die Schweizer Grossbanken. Diese hatten sich in Deutschland engagiert. Doch ab 1931 wurden dort kaum noch ausländische Schulden bedient. Es gab Verluste und Bankrotte. Mit der Folge, dass die Geschäftsbank-Bilanzen schrumpften.
- **Der Zweite Weltkrieg.** Während des Kriegs stagnierte auch das Geschäft der inlandsorientierten Banken. Es herrschte wirtschaftlicher Notstand – die Einwohner der Schweiz hatten kaum Geld, um sich neue Wohnungen zu bauen. So verlangsamte sich das Bilanzwachstum der Banken.

Die zweite Hälfte des Jahrhunderts war dagegen weitgehend frei von wirtschaftlichen und politischen Störfaktoren. Wichtig waren:

- **Der lange Wirtschaftsboom nach dem Krieg.** Die Kreditvergabe lief auf Hochtouren, Banken gingen wieder Risiken ein. Ihre Bilanzen wuchsen nun wieder schneller als jene der SNB. Die Bilanz der Nationalbank wurde deshalb im Verhältnis zu den Geschäftsbank-Bilanzen wieder kleiner.
- **Die Deregulierung der 1980er-Jahre** und die Informatisierung der Finanzbranche. Neue Finanzprodukte kamen auf – Regeln gegen die Spekulation wurden abgeschafft. Besonders die Grossbanken nutzten dies aus. Sie expandierten international und gingen Risiken im Eigenhandel ein. Dadurch wuchsen ihre Bilanzen noch schneller als zuvor.

Nach der Jahrtausendwende wendete sich das Blatt erneut. Zwei Ereignisse beeinflussten die SNB und die Schweizer Banken:

- **Die Finanzkrise von 2008.** Als das Finanzsystem praktisch über Nacht einfror, kehrte sich das Spiel um. Banken schraubten ihre Investitionen in Finanzanlagen zurück. Diese verloren an Wert. Abschreibungen wurden nötig. So wurden die Bilanzen der Geschäftsbanken wieder kleiner.
- **Die Eurokrise von 2011.** Sie führte erneut zu Anlegerpanik und zu einer Flucht in sichere Werte. Die Nachfrage nach Schweizer Franken nahm zu. Um sie zu bedienen, intervenierte die SNB am Devisenmarkt. Sie kaufte Euro, indem sie zusätzliche Franken «druckte». Dadurch wuchs ihre Bilanz.

Die Aufzählung macht klar: Es waren sehr verschiedene Ereignisse, die im Verlauf der letzten gut hundert Jahre auf die Finanzwelt eingewirkt haben. Trotzdem gibt es einen gemeinsamen Nenner, der viele der Verschiebungen zwischen der SNB und den Geschäftsbanken erklärt: globale Krisen.

Die Nationalbank erhielt immer dann ein grösseres Gewicht gegenüber den Geschäftsbanken, wenn auf der Welt grössere Spannungen herrschten: in der Grossen Depression, im Zweiten Weltkrieg und nach der Finanzkrise. Umgekehrt nahm die Bilanzsumme und damit auch die Bedeutung der SNB in jenen Phasen ab, in denen die Welt vor Zuversicht strotzte – also in den Goldenen 1920er-Jahren und im langen Wirtschaftsboom von 1945 bis 2007. Aktuell ist die Bilanz der SNB auf einem historischen Hoch. Das suggeriert: 2017 steckt die Welt zumindest geldpolitisch immer noch im Krisenmodus.

Zwei Schlüsse

Warum beeinflussen Krisen die Bilanzen so stark? Eine intuitive Antwort dazu lautet: weil das Finanzsystem an sich ein instabiles Gebilde ist – ein System, das sich in guten Zeiten hochschaukelt und in schlechten Zeiten in sich zusammenfällt. Und in diesen Zeiten gestützt werden muss: durch eine Instanz, die genau dann Geld ins System einspeist und auf dem Markt Ordnung schafft, wenn das System selbst dazu nicht in der Lage ist.

Machen wir hier einen Punkt. Bevor wir mit der Serie über die Geldpolitik in die nächste Runde gehen, halten wir zwei Erkenntnisse fest.

Erstens: Es spielt eine grosse Rolle, welche Art von Vergleichen man anstellt. Die Bilanz der SNB ist zum BIP enorm gewachsen. Im Verhältnis zum Geschäftsbankensektor ist ihre Grösse aber gar nicht so abnormal. Sollte das historische Mittel hier eine Bedeutung haben, so drängt sich der Schluss auf: Wir sind möglicherweise weniger weit von der Normalität entfernt, als viele Experten denken, wenn sie nur die Entwicklung der letzten Jahre betrachten.

Zweitens: Man kann über Geldpolitik nicht nachdenken, ohne über Banken zu diskutieren. Die Politik der Notenbanken wurde in den letzten Jahren vielfach als Hyperaktionismus beschrieben. Diese Sicht hat zum Teil ihre Berechtigung. Was oft ausgeblendet wird, ist die Zeit vor der Krise. Damals legten nicht die Notenbanken, sondern die Geschäftsbanken einen enormen Aktionismus an den Tag – während die Notenbanken sehr zurückhaltend mit ihren Bilanzen umgingen. Ungewöhnlich zurückhaltend, möglicherweise.

Von Bilanzen und Notenbanken

Eine Bilanz ist eine Gegenüberstellung des Vermögens und der Verbindlichkeiten eines Wirtschaftsakteurs. Auf der einen Vermögensseite («Aktiven») steht der Wert der Dinge, die der Akteur besitzt – auf der Verbindlichkeitsseite («Passiven») steht der Wert der Schulden des Akteurs gegenüber Drittpersonen. Die Differenz zwischen dem Vermögen und den Schulden heisst «Eigenkapital».

Bei einer Zentralbank stehen auf der Vermögensseite die Wertpapiere, die im Besitz der Zentralbank sind. Typischerweise sind es Schuldtitel des eigenen Staats (so wie in den USA und in der Eurozone) oder von anderen Staaten (so wie in der Schweiz). Neuerdings kommen auch Unternehmensanleihen oder Aktien hinzu. Auf der Verbindlichkeitsseite stehen die Guthaben, die Drittpersonen (typischerweise Geschäftsbanken) auf ihrem Konto bei der Zentralbank haben.

Zentralbanken können ihre Bilanz im Prinzip unbegrenzt ausweiten. Sie tun dies, indem sie Notenbankgeld in der offiziellen Landeswährung schöpfen – sogenannte Reserven. Kauft eine Zentralbank etwa einer Geschäftsbank Wertpapiere über 100 Millionen Franken ab, so schreibt sie diesen Betrag dem entsprechenden Girokonto der Geschäftsbank gut. Die Geschäftsbank kann dieses Notenbankgeld dann im Zahlungsverkehr mit anderen Geschäftsbanken verwenden oder in bar beziehen. Die 100 Millionen an Wertpapieren befinden sich nun bei der Zentralbank. Ihre Bilanz ist um 100 Millionen Franken länger.

Debatte

Hat die Nationalbank mit ihren Devisenkäufen zu viel Risiko auf sich genommen? Oder waren ihre Interventionen angesichts der globalen Krise gerechtfertigt? Diskutieren Sie im Forum der Rubrik «auf lange Sicht»: Hier geht es zur Debatte.