

Embargo: 19. Juni 2009, 15:45

Tiefe Hypozinsen: Fluch oder Segen?

Thomas J. Jordan*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Kurzfassung Referat
94. Delegiertenversammlung des HEV Schweiz
Säntis, 19. Juni 2009

* Der Referent dankt Zoltan Szelyes und Dr. Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Einleitung

Immobilienmarkt und Geldpolitik stehen in einem engen Zusammenhang. Einerseits wirkt sich die Geldpolitik über die Zinsen auf den Immobilienmarkt aus. Andererseits beeinflussen Immobilienmarktentwicklungen Inflation, Wirtschaftsentwicklung und Stabilität des Finanzsystems und sind somit für Zentralbanken von grossem Interesse. Gerade die aktuelle Finanzmarktkrise zeigt, welche schmerzhaften Auswirkungen Fehlentwicklungen von Immobilienmärkten auf die allgemeine Wirtschaftsentwicklung haben können.

Der Schweizer Immobilienmarkt war in jüngster Zeit durch eine im Grossen und Ganzen nachhaltige Entwicklung charakterisiert und stand daher nicht im Fokus der schweizerischen Geldpolitik. Umgekehrt hat die SNB aufgrund der starken konjunkturellen Abkühlung und der Gefahr der Deflation seit vergangener Herbst die Zinsen stark gesenkt. Dies wirkt sich auch auf die Hypothekarzinsen und somit auf den Immobilienmarkt in der Schweiz aus.

Dieses Referat geht auf die Chancen und Gefahren ein, die sich aus dem aktuell tiefen Zinsniveau für Hypotheken ergeben. Kurzfristig senken die tiefen Hypozinsen die Wohnkosten der Wohneigentümer und Mieter. Die so freigewordenen Mittel stärken den Konsum und die Investitionen und haben eine positive Wirkung auf die Schweizer Volkswirtschaft. Mittelfristig lauern aber einige Gefahren als Folge dieses historisch tiefen Zinsniveaus. Unter diesen Gegebenheiten ist daher ein eigenverantwortliches Verhalten der Wohneigentümer und eine disziplinierte Kreditvergabe der Banken zentral.

Stagnation der Schweizer Immobilienpreise seit Sommer 2008

Die Immobilienmärkte erlebten zwischen 2000 und 2006 in vielen Ländern einen starken Boom. Im Vergleich dazu entwickelten sich die Schweizer Immobilienpreise bescheiden. Während sich die Häuserpreise in einigen Ländern verdoppelten, stiegen sie in der Schweiz im gleichen Zeitraum durchschnittlich um 20-40% an. Dennoch kam es auch in der Schweiz zu Überhitzung in einigen regionalen Häusermärkten, wie z.B. im Kanton Genf, wo sich die Häuserpreise in den letzten zehn Jahren verdoppelten.

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise kam es zu einer Trendwende auf vielen Immobilienmärkten. Immobilienpreise bildeten sich in einigen Ländern deutlich zurück und die Bauaktivität fiel stark. Der Schweizer Immobilienmarkt war dagegen durch Stabilität geprägt. Die Wachstumsrate der Häuserpreise gegenüber dem Vorjahr verlangsamte sich zwar auch hierzulande, die Preise blieben aber seit letztem Sommer annähernd stabil. Die Wohnbauvolumen gingen

etwas zurück, das weiterhin hohe Niveau der Baubewilligungen deutet aber auf keinen starken Einbruch des Schweizer Wohnbaus hin. In der Schweiz sind derzeit ebenfalls keine Anzeichen einer Kreditklemme für Wohnhypotheken zu erkennen. Auch im ersten Quartal 2009 stiegen die ausstehenden Hypothekervolumen weiter an.

Indirekter Einfluss des Immobilienmarktes auf die Politik der SNB

Der Immobilienmarkt spielt für die Schweizer Geldpolitik eine wichtige Rolle. Die SNB berücksichtigt die Entwicklungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt indirekt, weil diese Inflation, Wirtschaftswachstum und Finanzstabilität beeinflussen:

Der Immobilienmarkt spielt für die Inflation eine wichtige Rolle, da die Mietpreise in den Landesindex der Konsumentenpreise einfließen. Der Immobilienmarkt wirkt auf die wirtschaftliche Entwicklung direkt über die Bauaktivität. Immobilienpreisentwicklungen können die wirtschaftliche Aktivität auch indirekt über den Konsum beeinflussen. International konnte eine indirekte Wirkung der Häuserpreise auf den privaten Konsum nachgewiesen werden. Für die Schweiz ist ein solcher Zusammenhang noch umstritten und diese Fragestellung wird zurzeit durch Ökonomen der SNB untersucht.

Aufgrund der aktuellen Erfahrungen in den USA und in der Schweiz in den 1990er Jahren ist auch der Einfluss des Immobilienmarktes auf die Finanzstabilität nicht zu vernachlässigen. Immobilienblasen können die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Deshalb hat die SNB das Monitoring der Immobilienmärkte in der Schweiz und im Ausland weiter ausgebaut, um Entwicklungen zeitnah und detailliert zu verfolgen.

Aktuelle Politik der SNB und historisch tiefe Hypozinsen

Das Hauptaugenmerk der Nationalbank richtete sich in jüngster Zeit nicht primär auf den Schweizer Immobilienmarkt, da sich dieser stabil entwickelte. Aufgrund der starken und abrupten Verschlechterungen der Wachstumsaussichten und der Gefahr der Deflation hat die Nationalbank aber seit vergangenem Herbst ihren geldpolitischen Leitzinssatz praktisch auf Null gesenkt. Dies führte in der Folge zu einem starken Rückgang der Hypothekarzinsen in der Schweiz. Die expansive Geldpolitik dürfte sich damit auch auf den Immobilienmarkt auswirken.

Positive Auswirkungen des tiefen Zinsniveaus

Die Nationalbank verspricht sich von tieferen Zinsen insgesamt eine positive Wirkung gegen die Wirtschaftskrise. Diese Wirkung soll auch über den Immobilienbereich erfolgen. Die tieferen Zinsen bringen eine unmittelbare Entlastung der Zinszahlungen für die Hypothekarschuldner. Dies trifft in besonderem Masse auf Wohneigentümer mit variablen Hypotheken zu. Hypothekarschuldner mit einer fixen Verzinsung können aber ebenfalls vom tieferen Zinsniveau profitieren, da sie auslaufende Hypothekarverträge zu tieferen Zinsen erneuern können. Auch die Mieter dürften mittelfristig vom tieferen Zinsniveau in Form von tieferen Mieten profitieren. Folglich bringen die tieferen Zinsen eine Entlastung der Haushalte. Die Haushalte haben dadurch mehr Spielraum für Konsum und Investitionen und können so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stabilisieren.

Der Immobilienmarkt profitiert aber auch indirekt von der expansiven Geldpolitik, wenn dadurch die Rezession gemildert wird. Eine länger anhaltende Rezession oder eine Deflation würde wohl auch Wohneigentümer in der Schweiz hart treffen, da in einem solchen Szenario ein deutlicher Rückgang der Häuserwerte unvermeidbar wäre. Die aktuelle Geldpolitik der SNB wirkt so indirekt positiv auf den Immobilienmarkt, da sie das Ausmass des konjunkturbedingten Rückgangs der Häuserpreise verringert.

Gefahren des tiefen Zinsniveaus

Trotz der unmittelbar positiven Auswirkungen birgt ein tiefes Zinsniveau mittelfristig aber auch Gefahren. Die Vergangenheit hat immer wieder gezeigt, dass längere Phasen tiefer Zinsen zu Überinvestitionen oder ungenügender Vorsicht beim Häuserkauf und bei der Hypothekarvergabe führen können.

Zu Überinvestitionen kommt es, wenn die Bauaktivität unverhältnismässig stark ausgeweitet wird oder am falschen Ort erfolgt. Die Folge davon wäre eine Fehlallokation von Kapital und ein signifikanter Anstieg der Leerstände, wie dies die Schweiz in den 90er Jahren erlebte. Diese Leerstände würden den Preisrückgang beschleunigen, sobald sich die Immobiliennachfrage abschwächen sollte. Die Gefahr von Überinvestitionen ist zurzeit in der Schweiz nicht akut, weil im Moment eher eine Angebotsknappheit auf dem Immobilienmarkt zu beobachten ist.

Ein relevantes mittelfristiges Risiko für die Stabilität des Finanzsystems und den Immobilienmarkt stellt hingegen die Gefahr einer ungenügenden Vorsicht beim Häuserkauf oder bei

der Kreditvergabe dar. Wenn potentielle Wohneigentümer von einer längeren Phase niedriger Zinsen ausgehen, könnten sie versucht sein, die Tragbarkeit ihres Wohneigentums zu optimistisch einzuschätzen. So könnten sie sich für den Erwerb eines grösseren und teureren Hauses entscheiden und damit ihre Hypothekarschuld zu stark erhöhen. Gleichzeitig könnten sich Banken in einem Umfeld tiefer Zinsen zu einer aggressiven Kreditausweitung verleiten lassen, um Marktanteile zu gewinnen. Sowohl für die Wohneigentümer als auch für die Banken könnte ein solches Verhalten verheerende längerfristige Konsequenzen haben.

Sobald sich die Wirtschaftsaussichten verbessern und die Deflationsgefahr gebannt ist, wird die SNB ihre Geldpolitik wieder normalisieren müssen. Die geschaffene überschüssige Liquidität muss wieder abgezogen werden, um das Risiko einer Inflation zu minimieren. Dies kann zu einem raschen und deutlichen Anstieg der Hypozinsen führen. Haushalte, die heute zu optimistisch kalkulieren, riskieren, in Zukunft in Schwierigkeiten zu geraten. Wie die Beispiele in den USA, aber auch die Erfahrung in der Schweiz während der 1990er Jahre zeigen, kann ein rascher Anstieg der Zinsen bis zur Zahlungsunfähigkeit des Schuldners und zum Verlust des Eigenheims führen. Ein solches Szenario würde auch Banken hart treffen und könnte wiederum die Stabilität des Finanzsystems gefährden.

Wichtig: Eigenverantwortung des Wohneigentümers und Disziplin der Banken bei der Kreditvergabe

In der heute schwierigen Wirtschaftslage muss es also darum gehen, von den tiefen Zinsen zu profitieren, ohne aber mittelfristig Risiken für die Stabilität des Finanzsystems zu schaffen. Diese Risiken können durch eigenverantwortliches Handeln der Wohneigentümer und eine disziplinierte Kreditvergabe der Banken vermieden werden. Wie am aktuellen Beispiel der USA klar ersichtlich ist, liegt ein solches Verhalten sowohl im Eigeninteresse der Wohneigentümer als auch der Banken und letztlich der ganzen Volkswirtschaft.

Zum einen sind die Wohneigentümer gefordert. Wohneigentümer sollten die Tragbarkeit ihres Wohneigentums aufgrund eines konservativ gewählten Zinsniveaus kalkulieren. Wohneigentümer müssen auch bei deutlich höheren Zinsen in der Lage sein, ihre Hypothek zu bedienen. Sie sollten auch nicht der Versuchung erliegen, ihr Wohneigentum zu stark zu belehnen. Die Verschuldung beim Hauskauf muss begrenzt sein. Die Rolle der Eigeneinlage der Haushalte beim Häuser- und Wohnungskauf entspricht der Rolle des Eigenkapitals bei Unternehmungen und Banken. Das Eigenkapital im Haus wirkt als Puffer und ist dazu da, um

potentielle Rückgänge der Häuserpreise absorbieren zu können. Ein maximaler Belehnungsgrad bei Liegenschaften wirkt analog einer zu geringen Leverage Ratio bei den Banken. Die aktuelle Finanzkrise liefert uns ein Beispiel, welche fatalen Auswirkungen eine zu grosse Verschuldung haben kann.

Zum anderen sind die Banken gefordert, eine disziplinierte Kreditvergabe auch in dieser Phase zu verfolgen. Die genaue Prüfung der Kreditrisiken und die Einhaltung der maximalen Belehnungsgrade sollten daher weiterhin im Zentrum der Kreditvergabe stehen und dürfen nicht kurzfristigem Streben nach höheren Marktanteilen geopfert werden. Bei der Hypothekenvergabe steht neben der Bestimmung des Belehnungsgrads die Schätzung der Häuserwerte im Zentrum. Banken sollten, insbesondere in denen Regionen, in denen die Preise in der Vergangenheit stärker angestiegen sind, konservative Wertschätzungen für die Belehnung der Objekte verwenden. Wie wichtig dies ist, zeigen auch die Erfahrungen im amerikanischen Hypothekemarkt: Die lasche Handhabung der Risikoprüfung bei der Kreditvergabe, hohe Belehnungen und inflationäre Bewertungen der Objekte waren wichtige Faktoren für die hohen Ausfälle bei den amerikanischen Wohnimmobilienkrediten.

Fazit

Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern ist der Immobilienmarkt in der Schweiz in einer vergleichsweise robusten Verfassung. Dies ist wohl auch darauf zurückzuführen, dass in den vergangenen Jahren Wohneigentümer und Kreditgeber nach den Erfahrungen der Immobilienkrise der 1990er Jahre in der Schweiz eigenverantwortlich und diszipliniert handelten und der Schweizer Markt - abgesehen von einigen lokalen Märkten - nicht zu Übertreibungen neigte.

Dennoch ist die aktuelle Wirtschaft- und Finanzkrise mit Risiken für den Schweizer Immobilienmarkt verbunden. Die expansive Geldpolitik der SNB dürfte jedoch die negativen Auswirkungen der Rezession abfedern. Die tieferen Zinsen haben bereits zu einer Senkung der Zinskosten der Wohneigentümer geführt. Auch die Mieter dürften mittelfristig profitieren. Die tieferen Zinsen wirken sich daher in einem insgesamt schwierigen wirtschaftlichen Umfeld positiv auf die Budgets der Haushalte aus.

Das tiefe Niveau der Zinssätze birgt aber nicht zu unterschätzende Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems und den Immobilienmarkt. Um diese Risiken zu beschränken, ist heute ein eigenverantwortliches Handeln durch die Wohneigentümer und Disziplin bei der Kre-

ditvergabe durch die Banken notwendig. Wohneigentümer sollten daher die Tragbarkeit der Zinslast konservativ berechnen und ihre Häuserwerte nicht zu aggressiv belehnen. Die Banken dagegen sollten im eigenen Interesse weiterhin grosse Sorgfalt bei der Kreditprüfung üben, maximale Belehnungsgrenzen einhalten und konservative Bewertungen bei der Belehnung der Objekte verwenden. So kann die Schweiz vom aktuellen Umfeld tiefer Zinsen profitieren, ohne systemische Risiken für die Zukunft aufzubauen.

Tiefe Hypozinsen: Fluch oder Segen?

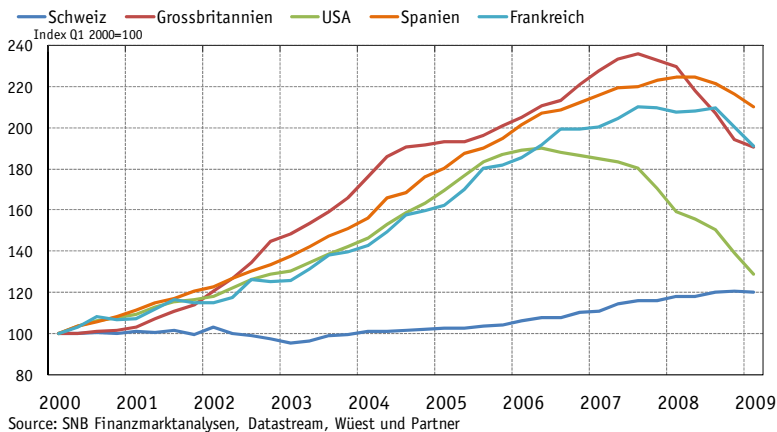
Thomas J. Jordan

Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

**94. Delegiertenversammlung des HEV Schweiz
19. Juni 2009**

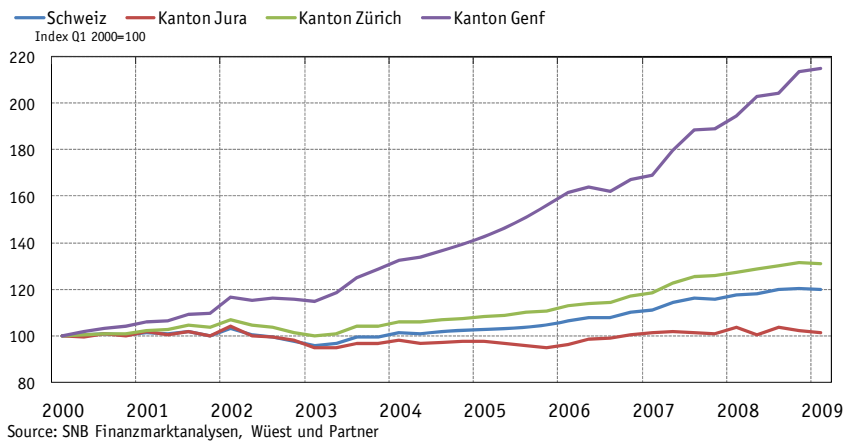
Schweizer Immobilienpreise im internationalen Vergleich

Entwicklung der Häuserpreise



Starke regionale Unterschiede

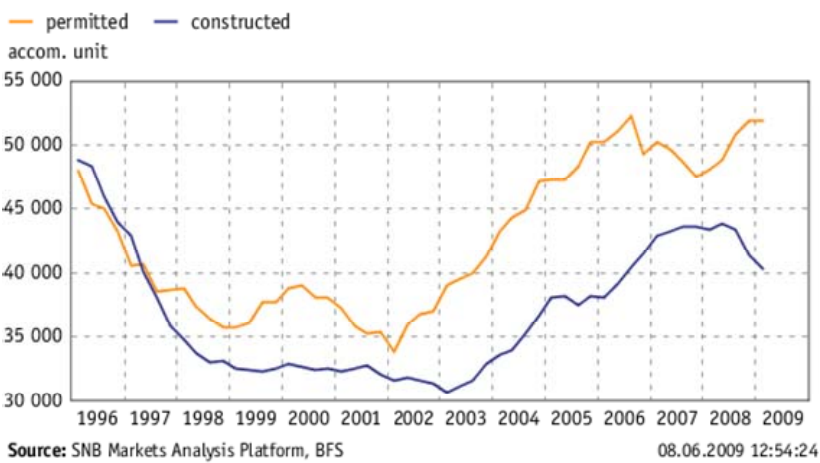
Preise von mittleren Einfamilienhäusern



3

Robuste Bauvolumen

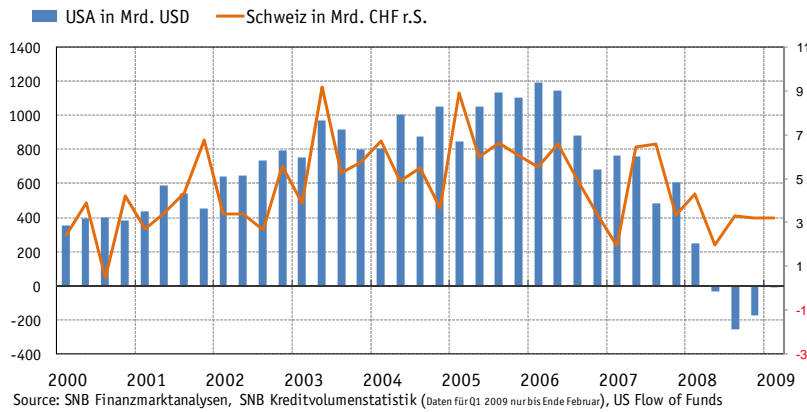
CH construction volume



4

Keine Kreditklemme für Wohnhypotheken in der Schweiz

Veränderung der ausstehenden Wohnhypotheken zum Vorquartal



5

SNB Politik und Immobilienmarkt

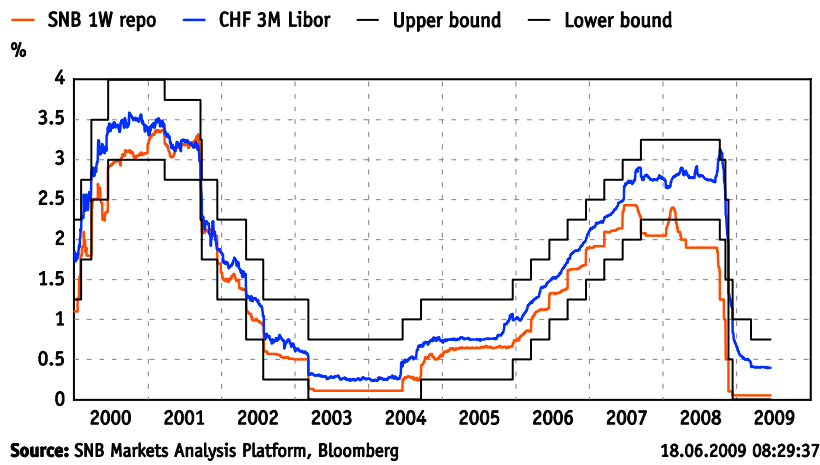
Auswirkungen des Immobilienmarktes auf:

- Inflation
 - Mieten mehr als 20% des Landesindex der Konsumentenpreise
 - Wirtschaftswachstum
 - Häuserbau in den Bauinvestitionen
 - Potentieller Einfluss der Immobilienpreise auf den Privatkonsum
 - Finanzstabilität
 - Gefahren der Fehlallokation von Kapital durch Immobilienblase
 - Risiko von Kreditausfällen
- Indirekte Berücksichtigung in der Geldpolitik

6

Starke Leitzinssenkung der SNB

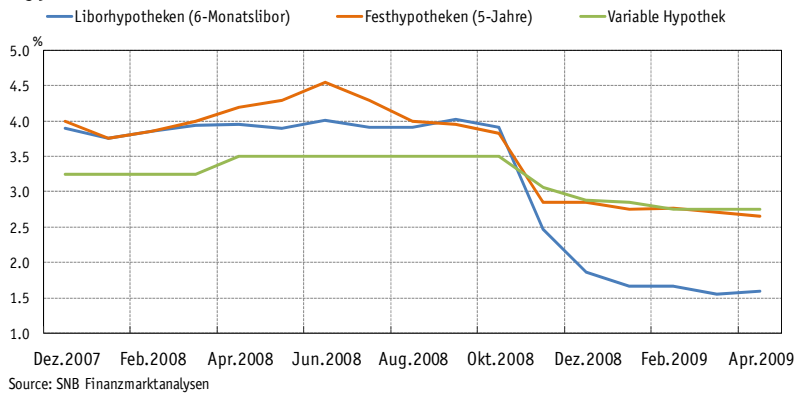
CHF Libor & SNB 1W repo



7

Starker Rückgang der Hypozinsen

Hypothekarzinsen



8

Vorteile tiefer Zinsen

- Entlastung der Zinszahlungen der Wohneigentümer
 - Entlastung der Mieter
 - Erhöhung von Konsum und Investitionen
- Ankurbelung des Wirtschaftswachstums
→ Stabilisierung der Häuserpreise in Rezession

9

Gefahren tiefer Zinsen

- Überinvestitionen (zu hohe Bauvolumen)
 - Risiko eines plötzlichen Preiserückgangs im Immobilienbereich
- Ungenügende Vorsicht beim Häuserkauf
 - Unzureichende Tragbarkeit der Hypothek
 - Zu hohe Belehnung des Wohneigentums
 - Zahlungsunfähigkeit der Wohneigentümer bei Normalisierung der Zinsen
 - Gefahr für Stabilität des Finanzsystems

10

Ziel in schwieriger Wirtschaftslage

- Realisierung Vorteile tiefer Zinsen
- Vermeidung Gefahren tiefer Zinsen

Wichtig:

- Eigenverantwortung der Wohneigentümer
- Disziplinierte Kreditvergabe der Banken

11

Eigenverantwortung der Wohneigentümer

- Tragbarkeit der Zinszahlungen:
Zinszahlungen auch bei steigenden Zinsen tragbar
- Eigenkapitalpuffer:
Ausreichendes Eigenkapital um Hauspreisschwankungen aufzufangen

12

Disziplin bei der Kreditvergabe durch Banken

- Sorgfalt bei der Kreditprüfung
- Einhaltung der maximalen Belehnungsgrenzen
- Konservative Wertschätzung für die Immobilienobjekte

13

Ausblick Wirtschaft

- Starker konjunktureller Abschwung 2009
- Langsame Erholung ab Mitte 2010
- Steigende Arbeitslosigkeit 2009 und 2010
- Weiterhin tiefe Inflation
- Fortführung der expansiven Geldpolitik
- Aber: längerfristig Normalisierung der Zinssätze

14

Fazit

- Gewünschte Entlastung der Wohneigentümer und Mieter durch tiefe Hypozinsen
- Tiefe Hypozinsen nicht ohne Risiken für langfristige Stabilität des Finanzsystems
- Zentral: Realisierung der Vorteile und Vermeidung der Nachteile tiefer Zinsen
- Eigenverantwortung der Wohneigentümer
- Disziplin bei der Kreditvergabe der Banken