

**Embargo: 10. November 2009, 08:30**

# **Immobilien, Hypotheken und Geldpolitik**

Thomas J. Jordan\*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Kurzfassung Referat  
IAZI, Schweizer Immobilienkongress 2009  
Zürich, 10. November 2009

---

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

## **Einleitung**

Immobilien, Hypotheken und Geldpolitik stehen in einem engen gegenseitigen Wirkungszusammenhang. Einerseits sind die Vergabe von Hypotheken und die Entwicklung der Immobilienpreise ein wichtiger Transmissionskanal für die Geldpolitik. Eine Leitzinssenkung der Zentralbank führt z.B. zu tieferen Hypothekarzinsen. Dies entlastet die Budgets der Unternehmen und Haushalte und hat eine expansive Wirkung auf die Wirtschaftsentwicklung. Gleichzeitig stützen die tieferen Hypozinsen die Nachfrage nach Immobilien und haben einen positiven Effekt auf den Immobilienmarkt, was sich wiederum stimulierend auf die Güternachfrage auswirkt. Andererseits sind Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt auch ein wichtiger Indikator für die Geldpolitik, um die Konjunktur- und Inflationsentwicklung zu prognostizieren und Fehlentwicklungen zu erkennen. Der Immobilienmarkt nimmt aber auch eine wichtige Rolle bei der Finanzstabilität ein. Die Vergabe von Hypotheken ist eine bedeutende Tätigkeit der Banken und Immobilienwerte bilden wichtige Sicherheiten im Finanzsystem. Stark fallende Immobilienpreise können daher die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Dies sind die Gründe weshalb Immobilienmarktentwicklungen indirekt von der Geldpolitik berücksichtigt werden (Abbildung 3).

Im Folgenden beleuchte ich diese Wirkungszusammenhänge zwischen Immobilien, Hypotheken und Geldpolitik am aktuellen Beispiel der Finanzkrise. Zuerst diskutiere ich, wie die Kredit- und Immobilienblase in den USA die Stabilität des globalen Finanzsystems bedrohte und eine globale Rezession auslöste. Danach gehe ich auf die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Schweiz ein. In der Schweiz erlebten der Immobilien- und Hypothekarmarkt in jüngster Zeit eine grundsätzlich gesunde Entwicklung. Schweizer Hypotheken kamen bei den Massnahmen der SNB zur Erhaltung der Finanzstabilität und Unterstützung der Konjunktur zudem eine wichtige Bedeutung zu. Abschliessend werde ich die wichtige Rolle einer sorgfältigen Kreditvergabe betonen.

### **Von der Kredit- und Immobilienblase zur globalen Finanzkrise**

Einige Länder, insbesondere die USA und Grossbritannien, erlebten nach der Jahrtausendwende einen starken und lang anhaltenden Hypotheken- und Immobilienboom (Abbildungen 4 und 5). Lockere Kreditvergabe und steigende Immobilienpreise beeinflussten sich dabei gegenseitig: Boomende Immobilienmärkte führten zu einem tieferen Risikobewusstsein bei

der Kreditvergabe. Der erleichterte Zugang zu Hypotheken beflügelte dann die Nachfrage nach Immobilien und war ein wichtiger Treiber des rasanten Anstiegs der Immobilienpreise. Vor allem in den USA ging die Kreditausweitung zunehmend zu Lasten eines höheren Risikos. Minderwertige Hypotheken (Alt-A und Subprime) bekamen im Laufe des Booms eine grössere Bedeutung. 2006 waren ca. 50% der neu vergebenen Hypotheken sogenannte Subprime oder Alt-A Hypotheken (Abbildung 6). Solche Hypotheken waren nicht nur durch höhere Belehnungen abgeschlossen worden, sondern es fehlte in vielen Fällen eine saubere Dokumentation der Einkommen der Schuldner.

Die Trendwende der Immobilienpreise in den USA in 2007 führte dann zur globalen Finanzkrise. Ein Grossteil der Hypotheken war verbrieft und an Banken in den USA, Europa und Asien verkauft worden. Der Einbruch der Immobilienpreise löste starke Rückgänge bei Preisen von verbrieften Hypotheken aus (Abbildung 7). Die Preise von solchen Hypotheken sanken im Laufe der Krise dramatisch und verursachten zum Teil derart bedrohliche Verluste für die Banken, so dass sie als „toxisch“ bezeichnet wurden. Abbildung 8 zeigt die hohen Abschreibungen, Kapitalaufnahmen und den Stellenabbau der Banken. Die Krise an den Finanzmärkten führte auch die Weltwirtschaft in eine schwere Rezession. Die Wirtschaftsaktivität brach in vielen Ländern in den letzten zwölf Monaten stark ein (Abbildung 9).

## **Auswirkungen der Finanzkrise auf die Schweiz**

Der Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt erlebte im Gegensatz zu den USA eine stabile Entwicklung. Die Hypothekarkredite stiegen seit der Jahrtausendwende mit durchschnittlich ca. 4% pro Jahr vergleichsweise bescheiden an und die Immobilienpreise erlebten hierzulande eine grundsätzlich gesunde Entwicklung.

Die Schweiz wurde dennoch in zweierlei Hinsicht von der Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen. Erstens erlitten die Schweizer Grossbanken, insbesondere die UBS, aufgrund ihrer Investmentbanking-Tätigkeit in den USA hohe Verluste. Dies wirkte sich auf die Finanzstabilität aus. Zweitens führte der starke Einbruch der globalen Nachfrage die Schweiz als kleine offene Weltwirtschaft in eine schwere Rezession mit Risiken einer Deflation. Die SNB traf daraufhin Massnahmen sowohl zur Erhaltung der Finanzstabilität als auch zur Stützung der Konjunktur und zur Abwehr einer Deflation. Die Massnahmen der SNB zur Erhaltung der Finanzstabilität umfassten die Schaffung des Stabilisierungsfonds (StabFund) und die Vermittlerrolle bei den Limmat-Pfandbrief-Transaktionen zur Refinanzierung der Grossbanken.

## **Auslagerung illiquider Aktiven der UBS an den StabFund**

Am 16. Oktober 2008 orientierten der Bund und die SNB über die Schaffung des Stabilisierungsfonds StabFund zur Auslagerung von illiquiden Aktiven der UBS. In dieser Transaktion verkaufte die UBS Anlagen im Wert von 39 Mrd. USD an den StabFund. Der StabFund, der von der SNB kontrolliert wird, finanziert sich über eine 10% Eigenkapitaleinlage der UBS und 90% Fremdkapitalfinanzierung der SNB. Die Anlagen des StabFunds sind sehr heterogen. Sie setzen sich aber zum grossen Teil aus Verbriefungen, Kreditforderungen oder Derivativen im Zusammenhang mit Hypotheken in den USA, EU und Japan zusammen. Der StabFund managt diese Anlagen mit dem Ziel des langfristigen Werterhalts und der Priorität der Rückzahlung des Darlehens der SNB.

Diese Massnahme sollte die Stabilität der UBS im Krisenherbst 2008 auch bei einer weiteren Verschlechterung der Situation auf den Immobilien- und Finanzmärkten sicherstellen. Gleichzeitig wurde durch die Zeichnung des Bundes einer Zwangswandelanleihe im Betrag von 6 Mrd. CHF die Kapitalisierung der UBS verbessert. Mit dem StabFund und der Rekapitalisierung der UBS wurde der Grundstein für die Erhaltung der Stabilität des Schweizer Finanzsystems gelegt.

Inzwischen zeigte es sich, dass die Auslagerung illiquider Aktiven der UBS an den StabFund sowohl notwendig als auch wirkungsvoll war. Die Lage der UBS konnte stabilisiert werden. Indessen bleibt das Umfeld für die Anlagen des StabFunds weiterhin herausfordernd. Zwar erholten sich einige Verbriefungsmärkte in den letzten Monaten, es bestehen aber immer noch eine Vielzahl von Risiken.

## **Limmat-Transaktionen zur Refinanzierung der Grossbanken**

Als weitere Massnahme zur Sicherung der Finanzstabilität vermittelte die SNB bei den sogenannten Limmat-Pfandbrief-Transaktionen. Der Hintergrund für diese Transaktionen war eine erschwerte Refinanzierung der Grossbanken und starke Geldzuflüsse bei anderen inländischen Banken während der Finanzkrise. Schweizer Pfandbriefe boten in diesem Umfeld aufgrund ihrer konservativen Natur den Schlüssel zur Lösung dieses Problems. Pfandbriefe sind im Vergleich zu gewöhnlichen Anleihen zusätzlich mit Hypotheken besichert. Zudem ist in

der Schweiz die Ausgabe von Pfandbriefen durch das Pfandbriefgesetz streng reguliert, womit die gewünschte Sicherheit für die Anleger gewährleistet ist.

Die Limmat-Transaktionen waren Privatplatzierungen von Pfandbriefen, die durch Hypotheken der Grossbanken gedeckt sind. Einerseits vergab die Pfandbriefbank in diesen Transaktionen Pfandbriefdarlehen an die Grossbanken. Andererseits wurden die Pfandbriefanleihen nicht öffentlich an das Publikum, sondern an inländische Banken privatplatziert. Somit ermöglichten diese Limmat-Transaktionen den Grossbanken eine marktgerechte Refinanzierung zu angemessenen Konditionen. Zudem befriedigte die konservative Natur dieses Finanzinstrumentes das höhere Risikobewusstsein der geldgebenden Banken und verminderte so deren Anlageproblem. Diese Massnahme erwies sich als erfolgreich. Insgesamt kam es zwischen Ende 2008 und Sommer 2009 zu fünf solchen Pfandbrieftransaktionen.

### **Expansive Geldpolitik und unkonventionelle Massnahmen**

Der Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt nahm auch bei den Massnahmen der SNB zur Stützung der Konjunktur eine wichtige Bedeutung ein. So führte die starke Senkung der Leitzinsen im vergangenen Herbst zu einem deutlichen Rückgang der Hypothekarzinsen (Abbildung 14). Die tieferen Hypothekarzinsen brachten in erster Linie eine Entlastung der Budgets der Haushalte und Unternehmungen. Gleichzeitig konnte durch das tiefe Zinsniveau ein Einbruch der Bauaktivität und der Immobilienpreise vermieden werden. In diesem Sinne entfalteten die Zinssenkungen der SNB über den Schweizer Immobilienmarkt eine stark expansive Wirkung auf die Schweizer Wirtschaft.

Aufgrund des starken Einbruchs der globalen Nachfrage und den Deflationsrisiken musste jedoch der Expansionsgrad der Geldpolitik in diesem Frühjahr weiter erhöht werden. Eine der Massnahmen der SNB war der Kauf von Unternehmensanleihen mit dem Ziel der Senkung der Risikoprämien auf dem Schweizer Kapitalmarkt. Da Pfandbriefe im Schweizer Kapitalmarkt eine bedeutende Position einnehmen, kaufte die SNB im Rahmen ihrer unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen auch Pfandbriefe (aber keine Limmat-Pfandbriefe). In diesem Zusammenhang ist eine weitere Bedeutung von Schweizer Hypotheken zu erkennen. Die Pfandbriefe erhöhen die Liquidität des Schweizer Anleihenmarktes und verhelfen damit dem Schweizer Kapitalmarkt zu einem höheren internationalen Gewicht.

## **Sorgfältige Kreditvergabe zur Vermeidung von Risiken der Finanzstabilität**

Die starke Senkung des Leitzinses der SNB erzielte unmittelbar eine positive Wirkung auf den Immobilien- und Hypothekenmarkt. Wie Abbildung 15 illustriert, nahm die Dynamik des Hypothekenwachstums in der Schweiz trotz der Rezession zu. Die SNB ist sich bewusst, dass das historisch tiefe Zinsniveau mittelfristig auch Risiken für die Finanzstabilität beinhaltet. Verschiedene Beispiele in der Vergangenheit zeigten, dass Phasen tiefer Zinsen den Nährboden für Übertreibungen auf den Hypothekar- und Immobilienmärkten schaffen.

Sowohl eine rasante Kreditausweitung als auch eine Kreditklemme gilt es aber zu vermeiden. Der Pfad des vernünftigen Kreditwachstums, bei der Sorgfalt im Mittelpunkt der Kreditvergabe steht, muss in der Schweiz unbedingt weiterverfolgt werden. Dies kann meiner Ansicht nach folgendermassen erreicht werden: Erstens ist weiterhin dafür zu sorgen, dass maximale Belehnungsgrenzen eingehalten werden. Bei der Belehnung ist nicht nur die Kredithöhe, sondern auch die Bewertung der Objekte entscheidend. Deshalb ist es wichtig, dass Immobilienbewertungen konservativ und realistisch sind und nicht irgendwelche Wunschvorstellungen wiedergeben. Zweitens ist eine genaue Prüfung der Kreditrisiken essentiell. Die aktuellen Probleme in den USA hatten ihren Ursprung in der Verwässerung der Kreditprüfung. Und schliesslich sollten sowohl Banken als auch Haushalte darauf achten, dass die Tragbarkeit der Zinszahlungen auch bei höheren Zinsen gegeben ist. Dies schützt sie gegen unerwartete Änderungen der Zinsen oder der Einkommen.

### **Fazit**

Die Finanzkrise hat mit ihren weitreichenden Folgen erneut deutlich gemacht, in welchem Wirkungszusammenhang Immobilien, Hypotheken und Geldpolitik stehen. Einerseits zeigt die Finanzkrise die dramatischen Auswirkungen einer Immobilien- und Kreditblase auf. Die Probleme in einigen Hypothekar- und Immobilienmärkten waren die Auslöser der Finanzkrise und stürzten das globale Finanzsystem in eine Systemkrise und die globale Weltwirtschaft in eine schwere Rezession. Dies hatte auch Auswirkungen auf die Schweiz, die dazu führten, dass die SNB den Geldmarkt extrem stark mit Liquidität versorgen und den Stabilisierungsfonds zur Auslagerung illiquider Aktiven der UBS schaffen musste.

Andererseits konnte der Schweizer Immobilien- und Hypothekarmarkt aufgrund seiner stabilen Entwicklung in den letzten Jahren eine wichtige Rolle bei den Massnahmen der SNB gegen die Finanzkrise spielen. Bei den Limmat-Transaktionen leisteten Schweizer Hypotheken

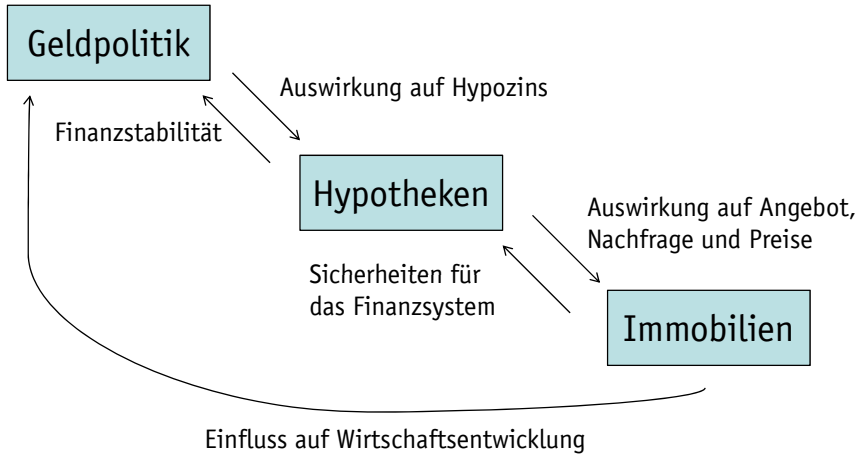
einen Beitrag für die Sicherung der Schweizer Finanzstabilität, indem sie die Refinanzierungssituation der Grossbanken verbesserten und das Anlageproblem der übrigen Banken minderten. Aufgrund dieser Transaktionen konnte die Einführung von staatlichen Garantien für die Ausgabe von Anleihen in der Schweiz im Gegensatz zu anderen Ländern vermieden werden. Der Schweizer Immobilien- und Hypothekarmarkt ist zudem ein wichtiger Transmissionskanal der Geldpolitik. Aufgrund des Rückgangs der Hypothekarzinsen konnten Haushalte und Unternehmungen entlastet werden und damit die Schärfe der Rezession etwas gemildert werden.

Das heute historisch tiefe Zinsniveau birgt jedoch mittelfristige Risiken für den Schweizer Immobilienmarkt, die Finanzstabilität sowie die Preisstabilität. Erfahrungsgemäss bilden gerade Phasen tiefer Zinsen den Nährboden für Übertreibungen auf dem Hypothekar- und Immobilienmarkt. Deshalb muss insbesondere im aktuellen Umfeld darauf geachtet werden, dass die Fehler der Vergangenheit, wie z.B. in den späten 1980er Jahren, nicht wiederholt werden. Sorgfalt muss daher weiterhin im Mittelpunkt der Kreditvergabe stehen.





# Immobilien, Hypotheken und Geldpolitik



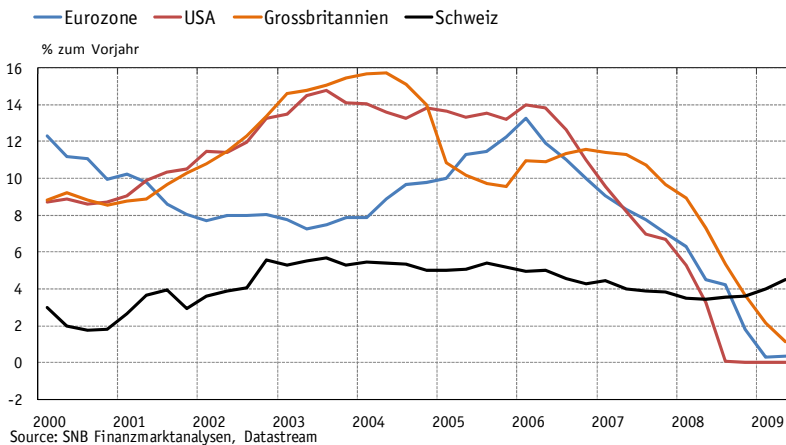
SCHWEIZERISCHER KANTON AARGAU  
 KANTON BASELSTADT  
 KANTON BASEL LÄNDLICH  
 KANTON BASEL NÖRDLICH  
 KANTON BASEL SÜDLICH  
 KANTON GENÈVE  
 KANTON LUZERN  
 KANTON NICHTELAND  
 KANTON URI  
 KANTON UNTERVALDEN  
 KANTON URI  
 KANTON ZÜRICH  
 SCHWEIZERISCHER KANTON BASELSTADT

Thomas J. Jordan  
 10. November 2009

3

# Starke Kreditausweitung im Ausland

## Wachstum der Hypothekarforderungen



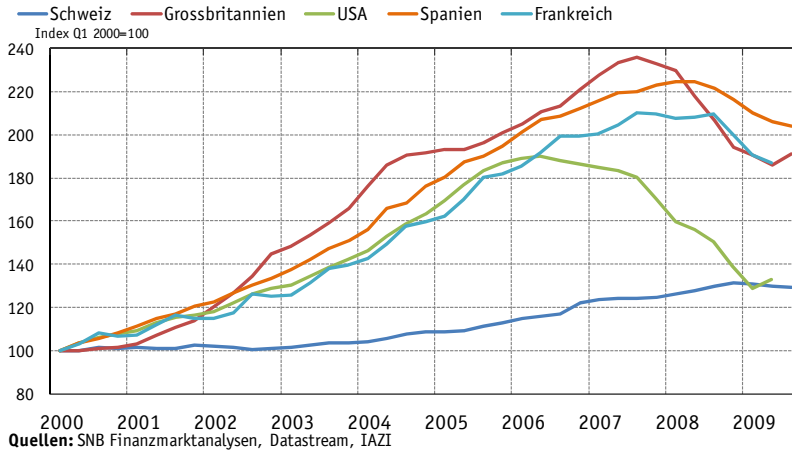
SCHWEIZERISCHER KANTON AARGAU  
 KANTON BASELSTADT  
 KANTON BASEL LÄNDLICH  
 KANTON BASEL NÖRDLICH  
 KANTON BASEL SÜDLICH  
 KANTON GENÈVE  
 KANTON LUZERN  
 KANTON NICHTELAND  
 KANTON URI  
 KANTON UNTERVALDEN  
 KANTON URI  
 KANTON ZÜRICH  
 SCHWEIZERISCHER KANTON BASELSTADT

Thomas J. Jordan  
 10. November 2009

4

# Globaler Immobilienboom

## Entwicklung der Häuserpreise

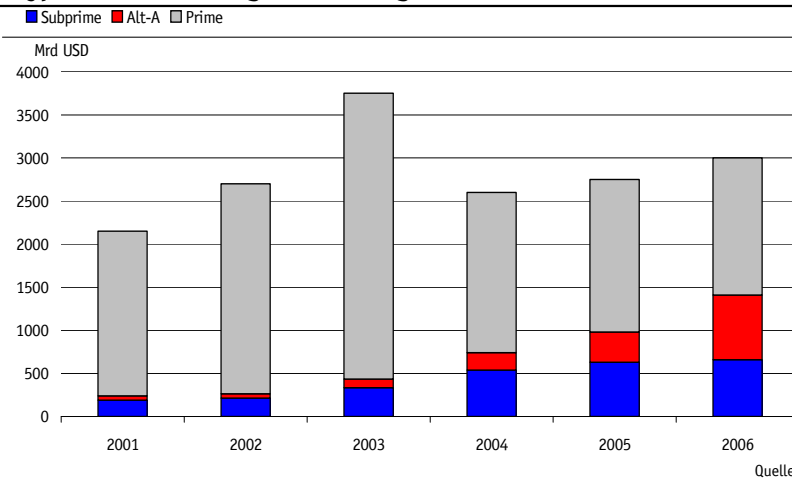


Thomas J. Jordan  
10. November 2009

5

# Zunahme US-Hypotheken schlechterer Qualität

## Hypothekarkreditvergabe nach Segment



Thomas J. Jordan  
10. November 2009

# Die Entstehung von „toxischen Anlagen“

Preise von verbrieften Subprime Hypotheken (AAA-Rating)



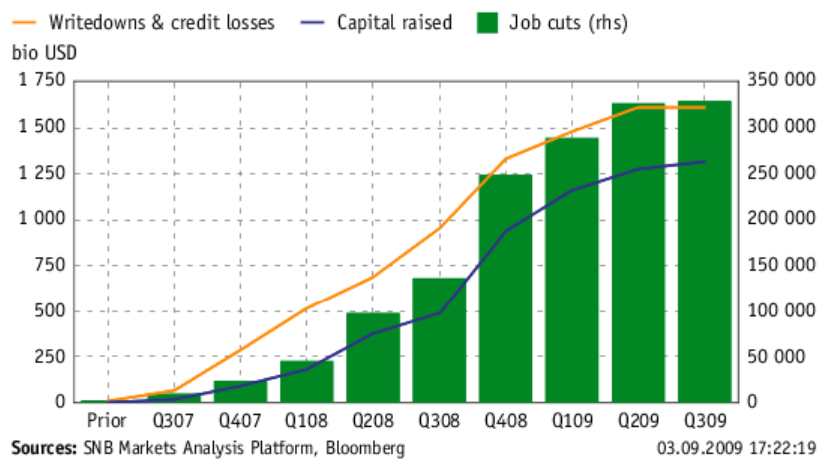
Source: SNB StabFund Market Intelligence, JPM

Thomas J. Jordan  
10. November 2009

7

# Krise im globalen Finanzsystem

Worldwide writedowns, capital raised & job cuts (cumulative)



Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

03.09.2009 17:22:19

Thomas J. Jordan  
10. November 2009

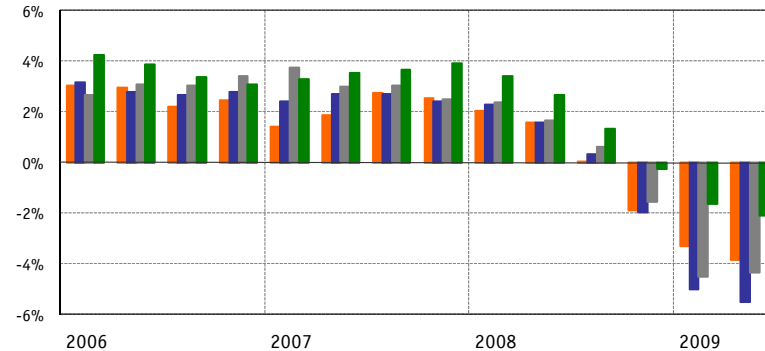
8

# Schwere Rezession in Europa und USA

## Wachstum des BIPs

USA Grossbritannien Eurozone Schweiz

zum Vorjahr



Source: SNB, Datastream

Thomas J. Jordan  
10. November 2009

9

## Auswirkungen auf die Schweiz

### ■ Finanzstabilität

- Insgesamt gesundes Schweizer Finanzsystem
- Einfluss der Finanzkrise auf die Schweiz über Grossbanken, insbesondere durch die Probleme der UBS

### ■ Konjunktur- und Preisentwicklung

- Schweiz als offene kleine Volkswirtschaft globalen Konjunkturschwankungen ausgesetzt
- Deflationsrisiken

Thomas J. Jordan  
10. November 2009

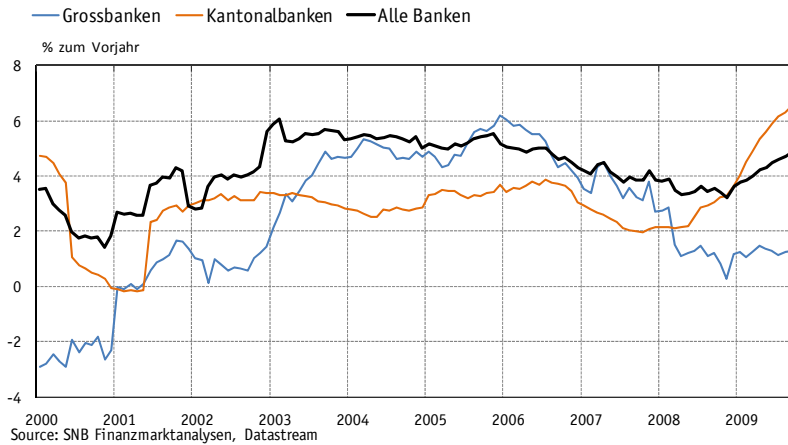
10





# Hypotheken in der Schweiz wachsen wieder stärker

## Wachstum der Hypothekarforderungen in der Schweiz



Thomas J. Jordan  
10. November 2009

15

## Vernünftiges Kreditwachstum zentral

### Szenario

### Wirkung

#### Anhaltend starkes Kreditwachstum

- Überhitzung des Immobilienmarktes
- Mittelfristige Gefahren für die Systemstabilität

#### „Vernünftiges“ Kreditwachstum

- Unterstützt Konjunktur und Immobilienmarkt, ohne längerfristige Gefahren für das Finanzsystem zu schaffen

#### Kreditknappheit

- Belastet Konjunktur- und Immobilienmarkt
- Gefahr einer Deflation

Thomas J. Jordan  
10. November 2009

16

## Elemente einer sorgfältigen Kreditvergabe

- Einhaltung von maximalen Belehnungsgrenzen
- Konservative Wertschätzungen der Objekte
- Sorgfältige Prüfung der Kreditrisiken
- Tragbarkeit der Hypotheken muss auch bei höheren Zinsen gegeben sein

Thomas J. Jordan  
10. November 2009

17

## Fazit

- Finanzkrise als aktuelles Beispiel der starken Interaktion zwischen Geldpolitik, Hypotheken und Immobilien
- Hypotheken in der Schweiz wichtiger Bestandteil der Massnahmen zur Erhaltung der Finanzstabilität und Unterstützung der Konjunktur
- Sorgfalt muss in der Schweiz weiter im Mittelpunkt der Kreditvergabe stehen

Thomas J. Jordan  
10. November 2009

18