
Hypothekar- und Immobilienmarkt: Aktuelle Entwicklungen bergen Risiken für die Finanzstabilität

Universität Luzern

Fritz Zurbrügg

Vizepräsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Luzern, 31. August 2021

© Schweizerische Nationalbank, Bern, 2021

* Der Referent dankt Jacqueline Thomet für die Unterstützung in der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank gilt zudem Toni Beutler, Robert Bichsel, Maja Ganarin, Martin Straub sowie dem Sprachendienst der SNB.

Meine sehr geehrten Damen und Herren

«Die Preise für Wohneigentum erreichen neue Höchstwerte», «Hypozinsen in der Schweiz zieht es nochmals tiefer»¹ – diese Schlagzeilen der letzten Monate aus Schweizer Zeitungen illustrieren: Die Entwicklungen an den Hypothekar- und Immobilienmärkten werden derzeit rege diskutiert. Unbestritten waren diese Märkte in den letzten Jahren in der Schweiz und jüngst auch in vielen weiteren Industrienationen von einer starken Dynamik geprägt. Beispielsweise haben hierzulande die durchschnittlichen Preise von Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen in den vergangenen 15 Jahren um über 80% zugenommen. Ein ähnliches Wachstum zeigt sich auch bei den Hypothekarvolumen bei Schweizer Banken (Folie 1). Gleichzeitig sind Hypothekarkredite aufgrund des vorherrschenden Tiefzinsumfelds so günstig wie noch nie.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) verfolgt diese Entwicklungen auf Basis ihres Finanzstabilitätsauftrags mit grosser Aufmerksamkeit. Denn die Hypothekar- und Immobilienmärkte spielen eine zentrale Rolle für den Bankensektor und sind damit auch für die Finanzstabilität insgesamt von grosser Bedeutung. Nach unserer Einschätzung sind mit dem starken Wachstum dieser Märkte in den letzten Jahren Verwundbarkeiten entstanden und somit die Risiken für die Finanzstabilität gestiegen.

In meinem heutigen Referat möchte ich die Risikoperspektive der SNB auf die schweizerischen Hypothekar- und Immobilienmärkte näher ausführen. In einem ersten Teil werde ich aufzeigen, wie sich unsere Perspektive auf diese Märkte mit unserem Mandat erklärt und wie wir unserem Auftrag in diesem Bereich gerecht werden. Anschliessend werde ich unsere Einschätzungen zu den aktuellen Entwicklungen erläutern. Dabei möchte ich aufzeigen, warum die SNB in den vergangenen 10 Jahren wiederholt vor Verwundbarkeiten an den Hypothekar- und Immobilienmärkten gewarnt und bei Massnahmen zur Eindämmung der damit verbundenen Risiken mitgewirkt hat.

Warum sich die SNB für Hypothekar- und Immobilienmärkte interessiert

Das Interesse der SNB an den Hypothekar- und Immobilienmärkten ist, wie erwähnt, eng verknüpft mit unserer Aufgabe, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen.

Finanzstabilität besteht, wenn die Akteure des Finanzsystems wie Banken und Finanzmarktinfrastrukturen ihre zentralen Funktionen erfüllen können und gegenüber Störungen widerstandsfähig sind. Zu diesen zentralen Funktionen zählen unter anderem die Kreditvergabe und der Zahlungsverkehr.

Unsere Aufgaben erfordern seit jeher ein Interesse und eine Mitverantwortung an einem stabilen Finanzsystem.² Lassen Sie mich dies anhand zweier Berührungspunkte aufzeigen. Erstens

¹ Quellen: Blick (6.7.2021), Finanz und Wirtschaft (21.7.2021).

² Mit Fokus auf die Schweiz vgl. Birchler, U.W., «Erhöhtes Interesse der SNB an der Systemstabilität», in: Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007.

ist ein stabiles Finanzsystem eine notwendige Grundvoraussetzung zur Erfüllung unserer Kernaufgabe – der Geldpolitik. Denn finanzielle Turbulenzen belasten die Realwirtschaft und gefährden die Preisstabilität. Zudem sind wir für die Implementierung von geldpolitischen Operationen auf funktionstüchtige Banken und Finanzmarktinfrastrukturen angewiesen. Zweitens fällt uns aufgrund der Funktion als Kreditgeber letzter Instanz (*lender of last resort*) eine wichtige Rolle in Zeiten finanzieller Instabilität zu. Als Kreditgeber letzter Instanz stellen wir in Not geratenen Finanzinstituten Liquidität zur Verfügung. Diese Feuerwehrlösungen sind oftmals mit hohen Risiken für uns und für die gesamte Volkswirtschaft verbunden. Diese Berührungspunkte verdeutlichen: Es liegt in unserem Interesse, Finanzstabilitätsrisiken möglichst früh zu erkennen und durch präventive Massnahmen einzudämmen.

Mit der umfangreichen Revision des Nationalbankgesetzes (NBG) im Jahr 2003 wurde der Finanzstabilitätsauftrag der SNB explizit gemacht und konkretisiert. Gemäss Art. 5 NBG hat die SNB die Preisstabilität zu gewährleisten und im Rahmen dieses Mandats auch zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen. Mit der Wortwahl eines «Beitrags» zur Finanzstabilität hat der Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht, dass die Finanzstabilität den Zielen der Geldpolitik untergeordnet ist und nicht alleine von der SNB, sondern auch von anderen Behörden gefördert wird.

So tragen in der Schweiz neben der SNB auch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) und der Bundesrat zur Finanzstabilität bei. Während die FINMA die Überwachung einzelner Finanzinstitute wahrnimmt, verfolgt die SNB die Entwicklungen im Bankensektor aus der Perspektive des Gesamtsystems – d.h. aus einer makroprudenziellen Sicht. Der Bundesrat schliesslich ist für die regulatorischen Vorgaben zuständig. Ein Beispiel hierfür ist die Höhe der Kapital- oder Liquiditätsreserven, welche die Banken halten müssen.

Die Rolle und das Instrumentarium der SNB im makroprudenziellen Bereich haben sich im Einklang mit den internationalen Entwicklungen über die letzten 15 Jahre stark verändert. Denn die globale Finanzkrise hat schmerzhaft vor Augen geführt, dass wir die Risiken im Gesamtsystem besser erkennen und verstehen müssen – und dem Aufbau dieser Risiken mittels eines geeigneten Instrumentariums stärker entgegenreten müssen. Solche Systemrisiken können struktureller oder zyklischer Natur sein. Zu den strukturellen Systemrisiken zählt die «Too Big To Fail»-Problematik, also der Umstand, dass die Notlage eines einzelnen Finanzinstituts ausreichen kann, um das Finanzsystem in Schieflage zu bringen. Zyklische Systemrisiken hingegen entstehen, wenn verschiedene Finanzakteure durch gleichgerichtetes Verhalten Finanzaufschwünge und -abschwünge übermässig verstärken und auf diese Weise die Finanzstabilität gefährden.

Vor fast genau drei Jahren habe ich an einem Vortrag hier an der Universität Luzern über die strukturelle «Too Big To Fail»-Problematik und die zu ihrer Begrenzung getroffenen Massnahmen gesprochen.³ Mit meinem heutigen Fokus auf die Hypothekar- und Immobilienmärkte möchte ich nun näher auf die zyklische Dimension von Systemrisiken eingehen.

Denn die Erfahrung zeigt, dass zyklische Systemrisiken ihren Ursprung oftmals an den Hypothekar- und Immobilienmärkten haben. So waren Verwerfungen an diesen Märkten nach Phasen übermässigen Preis- und Kreditwachstums wiederholt Auslöser von Kettenreaktionen, die das Bankensystem, die öffentlichen Finanzen und die gesamte Volkswirtschaft in Mitleidenschaft zogen. Die Geschichte zeigt auch, dass von Hypothekar- und Immobilienmärkten ausgehende Krisen mit besonders hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden sind, beispielsweise sind die damit einhergehenden Rezessionen typischerweise besonders lang und schwer.⁴

Als Beispiel in der Schweiz sei an die Episode Anfang der 1990er-Jahre erinnert. Nach einer langen Aufwärtsphase der Immobilienpreise kam es damals zu steigenden Hypothekarzinsen und starken Preisrückgängen. Dies löste eine Bankenkrise aus, die eine Rezession und eine längere Phase der wirtschaftlichen Stagnation nach sich zog. Auch die globale Finanzkrise 2008 stand wesentlich mit Preisrückgängen an den Immobilienmärkten in Zusammenhang, insbesondere in den USA, in Grossbritannien, Spanien und Irland. Ein wichtiger Faktor waren dabei lasche Kreditvergabestandards im Vorfeld der Krise.

Doch wie erklärt sich diese unheilvolle Verknüpfung zwischen den Hypothekar- und Immobilienmärkten, dem Bankensystem und der Finanzstabilität?

Zunächst ist festzuhalten, dass diese Märkte vor allem für Banken und für private Haushalte grosse Klumpenrisiken darstellen. So sind Hypothekarforderungen in der Schweiz der grösste Aktivposten auf den Bilanzen der Banken. Sie machen rund 30% der gesamten Aktiven im Bankensystem aus – betrachtet man nur die inlandorientierten, vorwiegend auf dem hiesigen Kreditmarkt tätigen Banken, sind es gar 70%. Gleichzeitig sind Wohnimmobilien der wichtigste Vermögensbestandteil und Hypothekarkredite der grösste Schuldenposten der Schweizer Haushalte insgesamt. Rund 45% des Vermögens privater Haushalte sind in Immobilien investiert; während Hypothekarkredite gar 95% ihrer Verschuldung ausmachen.⁵

Diese Zahlen zeigen bereits ein weiteres wichtiges Element auf: Der Immobilienmarkt ist stark kreditfinanziert. Rund 95% der Hypothekarkredite stammen dabei von Banken. Insgesamt bestehen somit enge Verlinkungen zwischen den Hypothekar- und Immobilienmärkten und dem Bankensektor.

³ Vgl. Zurbrügg, F., “10 Jahre nach dem Sturm: Wie wetterfest ist das Schweizer Bankensystem heute?”, Referat an der Universität Luzern, 06.09.2018.

⁴ Vgl. Jordà, O., M. Schularick, und A.M. Taylor (2015), “Leveraged bubbles”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 76(S): 1-20.

⁵ Vgl. das SNB Fokusthema «Vermögen der privaten Haushalte in der Schweiz: Konzepte und Entwicklung im internationalen Vergleich», online abrufbar im Datenportal der SNB: https://data.snb.ch/de/topics/texts#!/doc/focus_20210429 (abgerufen am 30.8.2021).

Ein letztes wichtiges Element ist, dass Immobilienmärkte historisch gesehen langen und ausgeprägten Zyklen unterliegen. Diese Zyklen können sich über Jahre oder sogar Jahrzehnte hinziehen. Während langjährigen Aufwärtsphasen kommt es typischerweise zu einer Unterschätzung der Risiken und somit zu einer übermässigen Risikonahme der Haushalte, Unternehmen, Investoren und Banken. In einer Abwärtsphase kann es hingegen zu sich verstärkenden Effekten zwischen sinkenden Preisen und Kreditausfällen kommen. Dies kann zu schweren Verwerfungen im Bankensystem führen und hohe volkswirtschaftliche Kosten verursachen.

Wie wir unsere Aufgaben erfüllen

Meine Damen und Herren, im Wissen um das hohe Schadenspotenzial von Immobilien- und Hypothekenkrisen stellt sich die Frage: Wie lassen sich die Systemrisiken begrenzen, die von diesen Märkten ausgehen?

Aus makroprudenzieller Sicht stehen drei Elemente im Vordergrund: die frühzeitige Erkennung der Risiken, die Begrenzung ihres Aufbaus und die Stärkung der Widerstandskraft der Banken. Diese drei Elemente möchte ich im Folgenden näher erläutern. Ich beginne mit unserem Risikomonitoring und gehe im Anschluss auf die uns zur Verfügung stehenden makroprudenziellen Instrumente ein.

Risikomonitoring

Bei der Früherkennung von Risiken interessieren wir uns für Verwundbarkeiten an den Hypothekar- und Immobilienmärkten und für ihre möglichen Folgen für den Bankensektor. Verwundbarkeiten äussern sich primär in überhöhten Preisen von Immobilien und einer nicht nachhaltigen Hypothekervergabe. Beides birgt eine erhöhte Anfälligkeit für Korrekturen in Form von abrupten Preisrückgängen und sprunghaften Anstiegen der Kreditausfälle.

Bei der Einschätzung dieser Risiken stützen wir uns auf eine breite Palette von Daten und Methoden. Die Breite dieser Palette ist Ausdruck der hohen Unsicherheit, die mit der Messung dieser Risiken verbunden ist, sowie der unterschiedlichen Stärken und Schwächen der einzelnen verwendeten Indikatoren. Je einheitlicher sich die Entwicklungen in den Indikatoren zeigen, je klarer ist der Befund.

Unter anderem verwenden wir Indikatoren auf aggregierter Ebene, die sich in der Fachliteratur als sogenannte Frühwarnindikatoren für Finanzkrisen etabliert haben.⁶ Diese Indikatoren messen Verwundbarkeiten durch die Abweichung von Preisen und Kreditvolumen von den entsprechenden Fundamentaldaten und langfristigen Trends. Beispiele hierfür sind das Verhältnis zwischen Immobilienpreisen und Einkommen (*price-to-income ratio*) oder Abweichungen des Verhältnisses zwischen Hypothekervolumen und Bruttoinlandprodukt (BIP) von

⁶ Vgl. Aldasoro, I., C. Borio und M. Drehmann (2018): „*Early warning indicators of banking crises: expanding the family*“, BIZ-Quartalsbericht, März 2018. Mit Fokus auf die Schweiz siehe auch Jokipii, T., R. Nyffeler und S. Riederer (2020): „*Exploring BIS credit-to-GDP gap critiques: the Swiss case*“, SNB Working Papers, 19/2020.

seinem langfristigen Trend (*credit-to-GDP gap*). Gemäss den Erfahrungen früherer Krisen signalisiert ein starker Anstieg dieser Indikatoren eine erhöhte Krisenwahrscheinlichkeit.

Nebst aggregierten Daten berücksichtigen wir auch detaillierte Einzelkreditdaten; dies vor allem um zu beurteilen, ob die vergebenen Hypothekarkredite nachhaltig sind. Eine wichtige Datengrundlage dafür ist die Erhebung «neue Hypotheken» oder kurz Hypo_B.⁷ Mit dieser Erhebung stehen uns umfassende anonymisierte Einzelkreditdaten der neu vergebenen Hypothekarkredite bei den 27 grössten Banken in der Schweiz zur Verfügung. Diese Banken decken rund 90% des inländischen Hypothekarmarkts ab. Die Informationen reichen von Merkmalen des Kreditnehmers bis hin zu detaillierten Angaben zu den Kreditkonditionen und zum Pfandobjekt. Mit diesen Daten ist es uns möglich, die Entwicklung der Kreditrisiken, wie etwa Tragbarkeits- und Belehnungsrisiken, eng zu verfolgen.

Einen essenziellen Beitrag zu unserem Risikomonitoring liefern schliesslich Stresstests. Mittels Stresstests schätzen wir die Verluste der Banken, die in verschiedenen Krisenszenarien entstehen können. Diese geschätzten Verlustpotenziale werden anschliessend der Kapitalisierung der einzelnen Banken gegenübergestellt. Damit lässt sich die Relevanz von Verwundbarkeiten an den Hypothekar- und Immobilienmärkten für die Finanzstabilität beurteilen und allfälliger Handlungsbedarf ableiten.

Natürlich wird unser Risikomonitoring fortlaufend weiterentwickelt. So überprüfen wir die Palette der verwendeten Indikatoren und unsere Stresstests regelmässig und berücksichtigen dabei auch neue Forschungsergebnisse sowie die Erfahrungen in anderen Ländern. Mit Blick auf die Datenlage in der Schweiz konnten in den letzten Jahren wichtige Fortschritte erzielt werden, insbesondere mit der erwähnten Hypo_B Erhebung, welche die neu vergebenen Hypothekarkredite abdeckt. Bei den bereits ausstehenden Hypothekarkrediten stehen in der Schweiz hingegen weiterhin keine entsprechenden Daten zur Verfügung.

Erlauben Sie mir hier noch einen Aufruf an die Forscherinnen und Forscher unter Ihnen: Seit diesem Jahr stehen die Daten der Hypo_B Erhebung in aggregierter Form auch öffentlich zur Verfügung. Wir möchten damit auch einen Beitrag für neue Forschung im Bereich Finanzstabilität leisten – auf die Ergebnisse sind wir gespannt.

Makroprudenzielles Instrumentarium

Damit komme ich auf unsere Einflussmöglichkeiten zu sprechen, um potenziell schädlichen Entwicklungen an den Hypothekar- und Immobilienmärkten entgegenzuwirken und die Widerstandskraft des Bankensystems zu stärken.

Was für Möglichkeiten hat die Nationalbank? Konkret umfasst unser makroprudenzielles Instrumentarium die Kommunikation, die Mitwirkung bei nationalen und internationalen Regulierungsarbeiten und das Antragsrecht für den antizyklischen Kapitalpuffer.

⁷ Siehe <https://emi.snb.ch/de/emi/HYPO> (abgerufen am 30.8.2021).

Der Kommunikation kommt eine besondere Bedeutung zu, wenn es darum geht, der Unterschätzung von systemischen Risiken und der übermässigen Risikonahme durch Marktakteure entgegenzuwirken. Denn systemische Risiken sind aus Sicht eines einzelnen Marktakteurs häufig schwierig einzuschätzen – es braucht eine aggregierte Sicht, um nicht nachhaltige Entwicklungen zu erkennen. Diese aggregierte Sicht nehmen wir als Zentralbank ein. Aus diesem Grund kommt unserem Bericht zur Finanzstabilität, dem Kernelement unserer makroprudenziellen Kommunikation, eine wichtige Rolle zu. In diesem Bericht legen wir jährlich detailliert unsere Einschätzung der Stabilität des Schweizer Bankensektors als Ganzes dar und äussern uns auch zu aktuellen Regulierungsvorhaben.

So wichtig Kommunikation auch ist, mit ihr alleine lassen sich Stabilitätsrisiken in der Regel nicht eindämmen. Es braucht auch regulatorische Leitplanken. Die SNB wirkt auf verschiedenen Ebenen an der Ausgestaltung dieser Leitplanken mit, sowohl national auch als international.

Auf nationaler Ebene beteiligt sich die SNB in Zusammenarbeit mit dem Bund und der FINMA an der Sicherstellung angemessener regulatorischer Rahmenbedingungen. Im Vordergrund stehen Vorschriften zum Eigenkapital und der Liquidität der Banken mittels Gesetzen und Verordnungen von Bund und FINMA. Darüber hinaus kommt in der Schweiz auch der Selbstregulierung der Banken eine hohe Bedeutung zu. So werden die relevanten Vorschriften durch Regeln und Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung ergänzt, welche die FINMA auch als Mindeststandard anerkennen kann.⁸ Mit Blick auf die Hypothekar- und Immobilienmärkte kam dieses Instrument in den letzten Jahren mehrfach zum Einsatz.

Auf internationaler Ebene ist die SNB in verschiedenen Ausschüssen und Arbeitsgruppen tätig, wie z.B. im Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. Die Empfehlungen und Abkommen dieser Gremien haben wiederum einen grossen Einfluss auf unsere nationale Gesetzgebung. Ein konkretes Beispiel hierfür ist der antizyklische Kapitalpuffer. Er wurde auf internationaler Ebene konzipiert und in der Schweiz 2012 im Rahmen einer Verordnung des Bundesrats eingeführt.

Der antizyklische Kapitalpuffer ist denn auch ein Schlüsselinstrument, um Übertreibungen an den Hypothekar- und Immobilienmärkten entgegenzuwirken. Wird er aktiviert, müssen die Banken zusätzlich zu den bestehenden Kapitalanforderungen temporär mehr Eigenkapital halten – und zwar abhängig von den bestehenden Verwundbarkeiten. Der antizyklische Kapitalpuffer bezweckt somit, die Widerstandskraft des Bankensektors gegenüber den Risiken eines übermässigen Kreditwachstums zu stärken. Zudem soll er auch einem nicht nachhaltigen Kreditwachstum entgegenwirken. In seiner bisherigen Anwendung in der Schweiz bezog sich der Kapitalpuffer auf die vergebenen Hypothekarkredite für Wohnliegenschaften. Das heisst: Je mehr Hypothekarkredite für Wohnliegenschaften eine Bank auf ihrer Bilanz hält, umso mehr zusätzliches Eigenkapital muss sie halten.

⁸ Siehe <https://finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/> (abgerufen am 30.08.2021).

Ob die erforderliche Höhe des Kapitalpuffers angemessen ist, überprüfen wir regelmässig. Gelangen wir zum Schluss, dass eine Anpassung notwendig ist, stellen wir dem Bundesrat nach Konsultation der FINMA einen entsprechenden Antrag.

Meine Damen und Herren, die laufende Kommunikation, die gezielten Anpassungen des regulatorischen Rahmens sowie der Einsatz des antizyklischen Kapitalpuffers haben in den letzten Jahren Wirkung gezeigt, darauf komme ich später zurück. Die behördlichen Massnahmen sind im Umgang mit zyklischen Risiken deshalb essenziell, und wir müssen die uns zur Verfügung stehenden Instrumente auch weiterhin laufend überprüfen und der Risikolage anpassen.⁹

An dieser Stelle möchte ich aber ebenfalls festhalten: Die Einsatzmöglichkeiten und Wirkungen der makroprudenziellen Instrumente sind zwar wichtig, doch sie sind auch begrenzt. Die behördlichen Massnahmen sind deshalb kein Ersatz für die Eigenverantwortung der einzelnen Marktakteure – sie müssen in letzter Instanz ihre Risiken im Griff haben.

Aktuelle Lageeinschätzung

Damit komme ich auf unsere aktuelle Einschätzung der Lage in der Schweiz zu sprechen. Das Gesamturteil möchte ich vorwegnehmen: Wir erachten die Verwundbarkeiten an den Hypothekar- und Immobilienmärkten gegenwärtig als hoch.

Dieses Urteil werde ich im Folgenden zunächst für den Hypothekarmarkt und danach für den Immobilienmarkt ausführen. Ich konzentriere mich dabei auf das Segment der Wohnliegenschaften, weil wir hier in der aktuellen Situation die grössten Risiken sehen.

Kräftiges Wachstum und steigende Tragbarkeitsrisiken bei Hypothekarkreditvergabe

Am Hypothekarmarkt zeigen verschiedene Indikatoren, dass das Hypothekarvolumen über die vergangenen Jahre stärker gewachsen ist, als dies Fundamentalfaktoren erklären können.

Beispielsweise hat die gesamtwirtschaftliche Hypothekarverschuldung, gemessen am Verhältnis zwischen den ausstehenden Hypothekarkrediten und dem BIP, seit 2009 stark zugenommen (Folie 2). Der Anstieg war im letzten Jahr aufgrund des starken BIP-Rückgangs im Zusammenhang mit der Coronakrise besonders ausgeprägt – das Verhältnis dürfte im Zuge der wirtschaftlichen Erholung wieder etwas zurückkommen. Nichtsdestotrotz liegen die Werte in der Schweiz mit rund 150% nicht nur im internationalen Vergleich, sondern auch im eigenen historischen Vergleich sehr hoch.

⁹ Vgl. hierzu die Empfehlungen des Internationalen Währungsfonds im Zusammenhang mit seiner umfassenden Überprüfung des Schweizer Finanzsystems in 2019: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/26/Switzerland-Financial-Sector-Assessment-Program-47045> (abgerufen am 30.8.2021).

Über die letzten Jahre lag das Augenmerk der SNB jedoch weniger auf dem Wachstum der Hypothekarkredite als vielmehr auf deren Qualität. Im Vordergrund stand dabei das Tragbarkeitsrisiko, d.h. das Risiko, dass Kreditnehmer die Kosten ihrer Hypothek langfristig nicht tragen können.

Ein Standardmass in der Bankenpraxis zur Beurteilung der Tragbarkeit eines Hypothekarkredits ist folgende Rechnung: Die Tragbarkeit wird als angemessen beurteilt, wenn die kalkulatorischen Kosten – d.h. die Kosten aus Zinslast, Amortisation und Unterhalt – beim selbstgenutzten Wohneigentum nicht mehr als ein Drittel des Bruttoeinkommens des Hypothekarnehmers betragen. Bei Wohnrenditeliegenschaften dürfen sie nicht höher sein als die Mieteinnahmen. Der Begriff Wohnrenditeliegenschaften umfasst nebst Mehrfamilienhäusern auch vermietete Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser.

Folie 3 zeigt den Anteil der neuen Hypothekarkredite, die dieses Standardmass bei unterschiedlichen kalkulatorischen Zinssätzen nicht erfüllen, d.h., ein zu hohes Verhältnis zwischen Kredit und Einkommen (*loan-to-income ratio*, kurz LTI) aufweisen. Die Daten zeigen, dass die Tragbarkeitsrisiken seit 2014 in allen Segmenten zugenommen haben und zurzeit auf Höchstständen liegen. In den letzten Jahren haben sich die Tragbarkeitsrisiken insbesondere im Segment der Wohnrenditeliegenschaften deutlich erhöht. So gelten bei Wohnrenditeliegenschaften zwischen 20-30% der neu vergebenen Hypothekarkredite bei einem Zinsanstieg auf 3% als nicht mehr tragbar; bei einem Zinsanstieg auf 4% sind es sogar rund 40%. Beim selbstgenutzten Wohneigentum betragen die entsprechenden Anteile rund 20% bzw. 30%.

Diese Zahlen zu den Tragbarkeitsrisiken bedeuten nicht, dass bei einem Zinsanstieg effektiv Hypothekarkredite in dieser Grössenordnung ausfallen würden. Denn beispielsweise fliesst in diese Betrachtung nur das Einkommen, nicht aber die Vermögenssituation der Kreditnehmer, ein. Zudem beziehen sich diese Zahlen nur auf neu vergebene Kredite, nicht aber auf bestehende. Insgesamt machen die Zahlen aber deutlich, dass die Verschuldung der Hypothekarkreditnehmer im Verhältnis zu ihrem Einkommen in den letzten Jahren stark zugenommen hat. Damit ist auch die Verletzlichkeit der Kreditnehmer im Falle eines Zinsanstiegs in den letzten Jahren markant angestiegen.

Überbewertungen bei Wohnliegenschaften

Damit komme ich auf den Wohnliegenschaftsmarkt zu sprechen. Hier deuten eine Vielzahl von Indikatoren auf eine Überbewertung hin, da die Entwicklung der Preise in den vergangenen Jahren stärker war, als Fundamentalfaktoren erklären können. Dies gilt für alle Wohnsegmente, also für Einfamilienhäuser, Eigentumswohnungen und Mehrfamilienhäuser.

Das Ausmass dieser Überbewertung lässt sich nur mit grosser Unsicherheit beziffern. Folie 4 zeigt dies beispielhaft anhand des Segments der Eigentumswohnungen. Die Folie weist zur Messung der Bewertung von Eigentumswohnungen zwei simple Indikatoren sowie die Ergebnisse zweier Modelle auf. Die beiden Indikatoren, namentlich das Preis-Miet-Verhältnis (in hellblau) und das Preis-BIP-Verhältnis (orange) zeigen eine Überbewertung von rund 30% an. Ein ökonomisches Modell (rot), das die aktuellen Preise anhand der Entwicklungen des

BIP, des Wohnungsbestands und des Zinses erklärt, ergibt eine Überbewertung von rund 20%.¹⁰ Das sogenannte «*User Cost Model*» (dunkelblau) zeigt schliesslich eine breite Spanne von Überbewertungen an, je nach Annahmen zur zukünftigen Zins- und Mietentwicklung.¹¹ Unterstellt man beispielsweise, dass die realen Hypothekarzinsen langfristig auf ihren historischen Durchschnitt von 2,6% zurückkehren, resultiert eine Überbewertung von rund 30%. Unterstellt man hingegen einen erwarteten realen Hypothekarzins von 1% für die lange Frist, reduziert sich die Überbewertung auf rund 5%.

Hohe Verwundbarkeiten bergen Risiken für die Finanzstabilität...

Zusammengefasst sehen wir aktuell sowohl deutliche Anzeichen einer nicht nachhaltigen Hypothekarkreditvergabe wie auch eine erhöhte Gefahr einer Preiskorrektur. Im Folgenden möchte ich anhand des Beispiels eines unerwarteten und raschen Zinsanstiegs ausführen, warum diese Verwundbarkeiten Risiken für die Finanzstabilität darstellen können. Ein solches Szenario könnte gleichzeitig zu einer Materialisierung von Tragbarkeitsrisiken führen und Bewertungsverluste aufgrund von Preiskorrekturen verursachen – zwei Risiken, die sich auch gegenseitig verstärken können.

Zunächst zu den Tragbarkeitsrisiken: Wie auf Folie 4 gezeigt, haben sie sich über die letzten Jahre stetig erhöht und befinden sich aktuell auf hohem Niveau. Das heisst, dass aktuell ein bedeutender Teil der Kreditnehmer infolge eines Zinsanstiegs in Zahlungsschwierigkeiten geraten könnte – das würde auch die Kreditportfolios der Banken negativ belasten.

Gleichzeitig könnten bei einem abrupten Zinsanstieg auch breitflächige Preiskorrekturen am Immobilienmarkt auftreten. Ein grosser Teil der Hypothekarkredite in den Portfolios der Banken weist einen Belehnungsgrad zwischen 60% und 80% aus. Dieser Belehnungsgrad stellt im Normalfall sicher, dass eine Bank bei einem Ausfall eines einzelnen Kreditnehmers keinen Verlust erleiden würde, da der Hypothekarkredit durch den Wert der Immobilie als Pfand ausreichend gedeckt ist. Im Falle einer deutlichen, breitgefassten Preiskorrektur am Schweizer Immobilienmarkt würde sich diese Sicherheitsmarge jedoch reduzieren. Schon bei einem durchschnittlichen Preisrückgang von 20% bis 30% ist damit zu rechnen, dass ein substantieller Anteil der Hypothekarkredite im Fall eines Ausfalls nicht mehr ausreichend gesichert ist. In der Folge würden die Banken bei einem Ausfall dieser Hypothekarkredite Verluste erleiden.

Diese Wirkungskanäle illustrieren, dass das Bankensystem gegenüber den Verwundbarkeiten an den Hypothekar- und Immobilienmärkten gegenwärtig stark exponiert ist und im Falle eines abrupten Zinsanstiegs erhebliche Verluste erleiden könnte.

¹⁰ Vgl. Cuestas, J.C., M. Kukk und N. Levenko (2021), “*Misalignments in house prices and economic growth in Europe*”, mimeo; sowie Muellbauer, J. (2018), “*Housing, debt and the economy: a tale of two countries*”, mimeo. Auch die EZB verwendet ein ähnliches Modell, vgl. hierzu EZB, «*Financial Stability Review*», November 2015 und Mai 2021.

¹¹ Vgl. z.B. Poterba, J. M. (1984), “*Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach*”. In der Grundversion des “*User Cost Model*” werden die langfristigen Erwartungen für den realen Hypothekarzins auf den historischen Mittelwert von 2.6% gesetzt. In den Versionen “*tiefer Zins*” und “*sehr tiefer Zins*” wird der erwartete reale Hypothekarzins auf 1.5%, bzw. 1.0% gesetzt.

... adäquate Widerstandskraft durch Kapitalpuffer aber insgesamt sichergestellt

Das Stressszenario eines unerwarteten und raschen Zinsanstiegs spielen wir im Rahmen unserer Stresstests auch quantitativ durch. Denn uns interessiert vor allem die Frage, ob die Banken angesichts der genannten Verwundbarkeiten ausreichend kapitalisiert sind und trotz Verlusten ihre volkswirtschaftlich wichtigen Funktionen, wie etwa die Kreditvergabe, aufrechterhalten können.

Unsere Stresstests bestätigen die Relevanz der genannten Verwundbarkeiten. So würden die Banken bei einem abrupten und starken Zinsanstieg und gleichzeitig fallenden Immobilienpreisen substanzielle Verluste erleiden. Tragbarkeitsrisiken würden sich materialisieren, d.h. zahlreiche Kreditnehmer könnten ihre Hypothekarzinsen nicht mehr bezahlen. Darüber hinaus wären durch den Preisrückgang viele Hypotheken in Unterdeckung – d.h., die Hypotheken wären durch den Wert der Immobilie nicht mehr vollständig gesichert. Insgesamt würden in einem solchen Szenario die Kapitalquoten zahlreicher Banken unter deren Zielwerte fallen, in einigen Fällen auch unter die regulatorischen Mindestanforderungen.

Gleichzeitig unterstreichen die Stresstests die Wichtigkeit der zurzeit von den Banken gehaltenen Kapitalpuffer. Diese Kapitalpuffer umfassen nebst den regulatorischen Anforderungen auch freiwillig gehaltene Puffer. Mit diesen Kapitalpuffern wären unserer Einschätzung nach heute die meisten Banken in der Lage, allfällige Kreditverluste zu absorbieren. Dies bedeutet, dass wir die Widerstandskraft der meisten Banken gegenwärtig als angemessen beurteilen.

Aktuelle Lage erfordert Wachsamkeit

Meine Damen und Herren, die Tatsache, dass wir die Kapitalisierung der Banken im Moment als ausreichend erachten, bedeutet nicht, dass wir uns bezüglich den Verwundbarkeiten an den Hypothekar- und Immobilienmärkten zurücklehnen dürfen.

Dass die Lage heute nicht gefährlicher ist, ist nicht zuletzt auf die getroffenen Massnahmen der letzten Jahre zurückzuführen (Folie 5). Zu diesen Massnahmen zählt beispielsweise die 2012 vom Bundesrat beschlossene Erhöhung der Eigenmittelanforderungen für Hypothekarkredite mit hohem Belehnungsgrad, d.h. mit hohem Verhältnis zwischen Hypothekarkredit und Wert des Pfandobjekts. In den Jahren 2012, 2014 und 2019 wurde zudem die Selbstregulierung der Banken revidiert und verschärft. Damit wurden insbesondere die Anforderungen bezüglich der Amortisation der Hypothekarkredite und der nötigen Eigenmittel erhöht. Wesentlich war auch die Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers im Jahr 2013 und die anschliessende Erhöhung auf 2% im Jahr 2014. Der antizyklische Kapitalpuffer wurde im letzten Jahr deaktiviert. Dieser Entscheid erfolgte vor dem Hintergrund der Coronakrise, um in dieser ausserordentlichen Situation – trotz bestehender Verwundbarkeiten an den Hypothekar- und Immobilienmärkten – den Spielraum der Banken bei der Kreditvergabe für Unternehmen zu vergrössern.

Die zwischen 2012 und 2019 getroffenen Massnahmen waren wichtig, um die Widerstandskraft der Banken zu stärken und den Anstieg der Verwundbarkeiten zu bremsen.¹² Die Massnahmen konnten die Zunahme der Risiken jedoch nicht gänzlich verhindern. Die aktuelle Situation wird somit auch weiterhin unsere volle Aufmerksamkeit erfordern. Zwei Gründe möchte ich hervorheben:

Erstens geben die aktuellen Preisentwicklungen bei Wohnimmobilien keinen Anlass zur Entwarnung. Wie unser im Juni publizierte Finanzstabilitätsbericht aufzeigt, hat sich die Dynamik auch im Zuge der Corona-Pandemie nicht abgeschwächt – im Gegenteil, das Preiswachstum am Wohnliegenschaftsmarkt hat sogar noch zugelegt. Dass die Pandemie nicht zu einer Abkühlung geführt hat, war zu Krisenbeginn nicht klar, lässt sich im Rückblick aber erklären. So sind die Zinsen tief geblieben und Stützungsmaßnahmen haben die negativen Auswirkungen der Krise auf die Einkommen von Haushalten und Unternehmen stark gemildert. Die Daten, die seit der Publikation unseres Berichts diesen Juni erschienen sind, zeigen eine anhaltend starke Preisdynamik.

Zweitens ist davon auszugehen, dass das globale Tiefzinsumfeld noch eine Weile bestehen bleiben wird. Zum einen wirken die strukturellen Faktoren weiter, die über die letzten Jahrzehnte zu einem Abwärtstrend des Zinsniveaus geführt haben, wie beispielsweise die Alterung der Bevölkerung oder das abnehmende Produktivitätswachstum. Zum andern verfolgen die Zentralbanken der Industrieländer eine expansive Geldpolitik. Diese ist weiterhin nötig, um den Auswirkungen der Coronakrise entgegen zu wirken. Es ist also davon auszugehen, dass die Zinsen noch eine Weile tief bleiben werden und somit auch die Anreize für eine erhöhte Risikopräferenz bestehen bleiben.¹³ Dies könnte dazu beitragen, dass die Dynamik der Hypothekarvolumen und der Preise bei Wohnliegenschaften auch zukünftig stärker bleibt, als es die Fundamentalfaktoren erklären können. Gleichzeitig steigt mit zunehmender Länge des aktuellen Zyklus die Gefahr, dass die Erinnerungen an vergangene Krisen schwinden und die Risiken von den Marktakteuren zunehmend ausser Acht gelassen werden.

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, die Entwicklungen an den Hypothekar- und Immobilienmärkten weiterhin aufmerksam zu beobachten. Die Nationalbank prüft in diesem Zusammenhang laufend, ob der antizyklische Kapitalpuffer reaktiviert werden muss.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, ich komme damit zum Schluss meines Vortrags. Steht uns nun der grosse Immobilien-crash bevor? Platzt jetzt eine Blase? Wenn Sie von mir heute Antworten auf diese Fragen erwartet haben, muss ich Sie leider enttäuschen. Die Zukunft vorherzusagen,

¹² Beispielsweise zeigt Behncke (2020), dass es einen Rückgang der Belehnungsrisiken aufgrund der Selbstregulierung in 2012 und der Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers in 2013 gegeben hat, siehe Behncke, S., „*Effects of macroprudential policies on bank lending and credit risks*“, SNB Working Papers, 6/2020.

¹³ Vgl. hierzu Schelling, T. und P. Tobin, «*Negative interest rates, deposit funding and bank lending*», SNB Working Papers, 5/2020.

würde einen Blick in die Kristallkugel verlangen. Denn Krisen lassen sich naturgemäss nicht vorhersagen.

Die relevante Frage aus unserer Sicht lautet vielmehr: Bestehen an den Hypothekar- und Immobilienmärkten substanzielle Verwundbarkeiten? Diese Frage können wir mit einem «Ja» beantworten. Nach unserer Einschätzung besteht aktuell eine erhöhte Anfälligkeit für Korrekturen in Form von Preisrückgängen und Anstiegen der Kreditausfälle. Dank substanziellen Kapitalpuffern sollten die meisten Banken aktuell jedoch in der Lage sein, die damit verbundenen Verluste zu absorbieren. Diese Kapitalpuffer sind somit für die Finanzstabilität essenziell – und werden das auch in Zukunft bleiben.

Die wahrscheinliche Fortsetzung der aktuellen Aufwärtsphase der Hypothekar- und Immobilienmärkte bedeutet, dass Finanzstabilitätsrisiken auch weiterhin im Fokus bleiben dürften. Ihre Eindämmung wird auch zukünftig die Mitwirkung und Unterstützung aller Akteure erfordern, sowohl der Behörden wie auch der Kreditgeber und Kreditnehmer.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

Hypothekar- und Immobilienmarkt: Aktuelle Entwicklungen bergen Risiken für die Finanzstabilität

Fritz Zurbrügg
Vizepräsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Universität Luzern, 31. August 2021

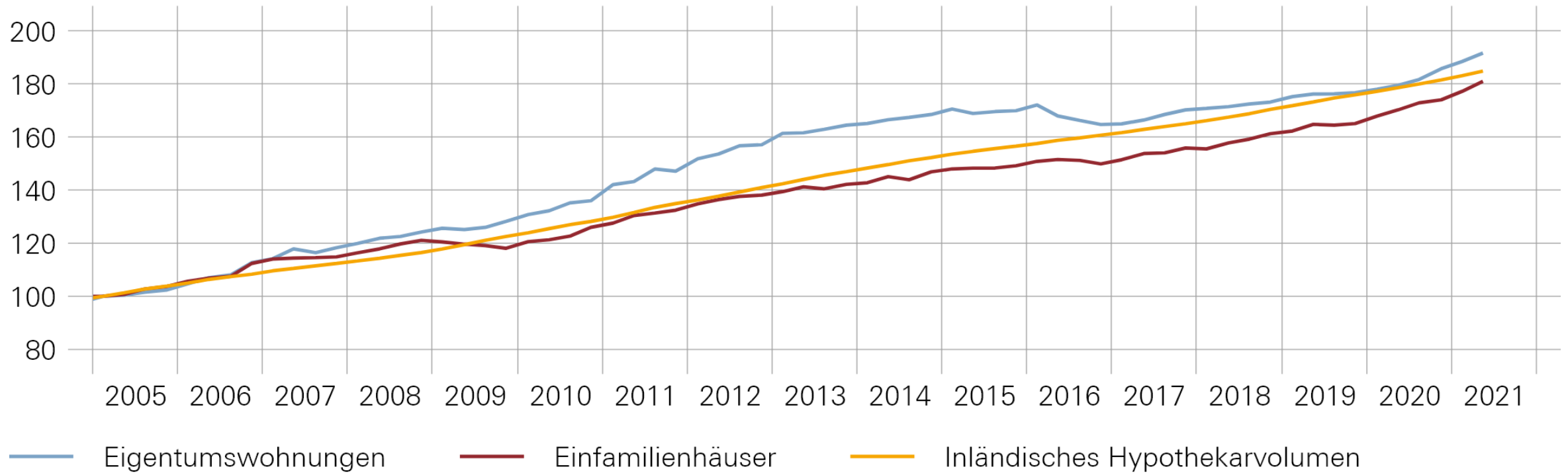
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Folie 1

IMMOBILIENPREISINDIZES UND HYPOTHEKARVOLUMEN

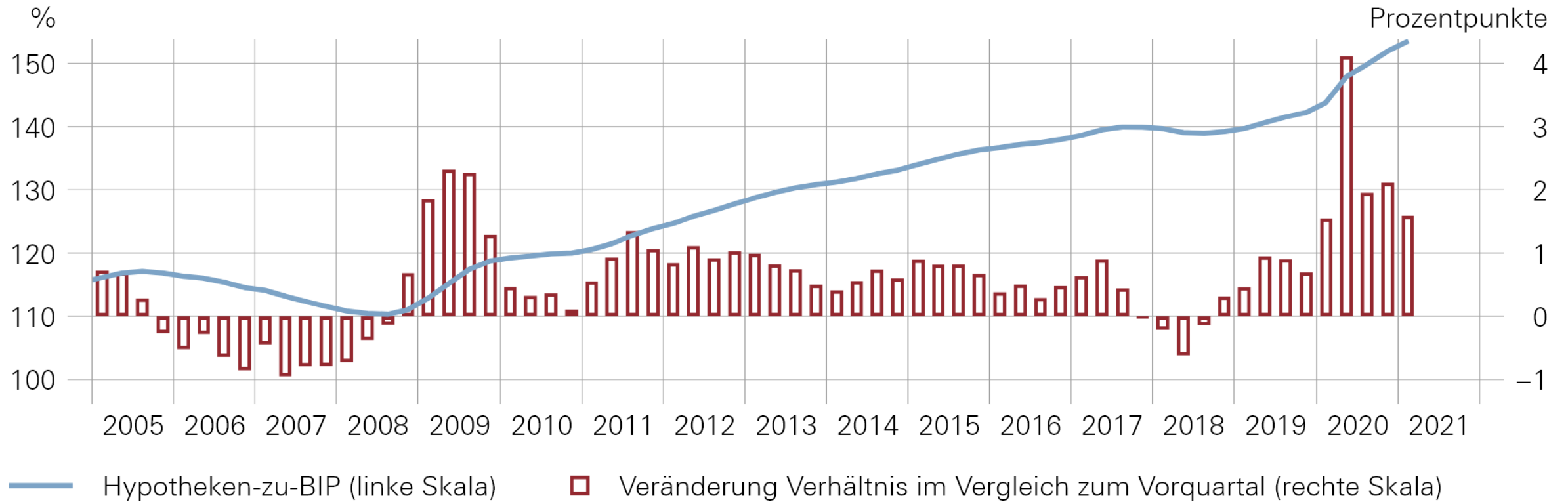
Nominale Werte, 2005Q1 = 100



Quellen: SNB, Wüest Partner

Folie 2

HYPOTHEKEN-ZU-BIP

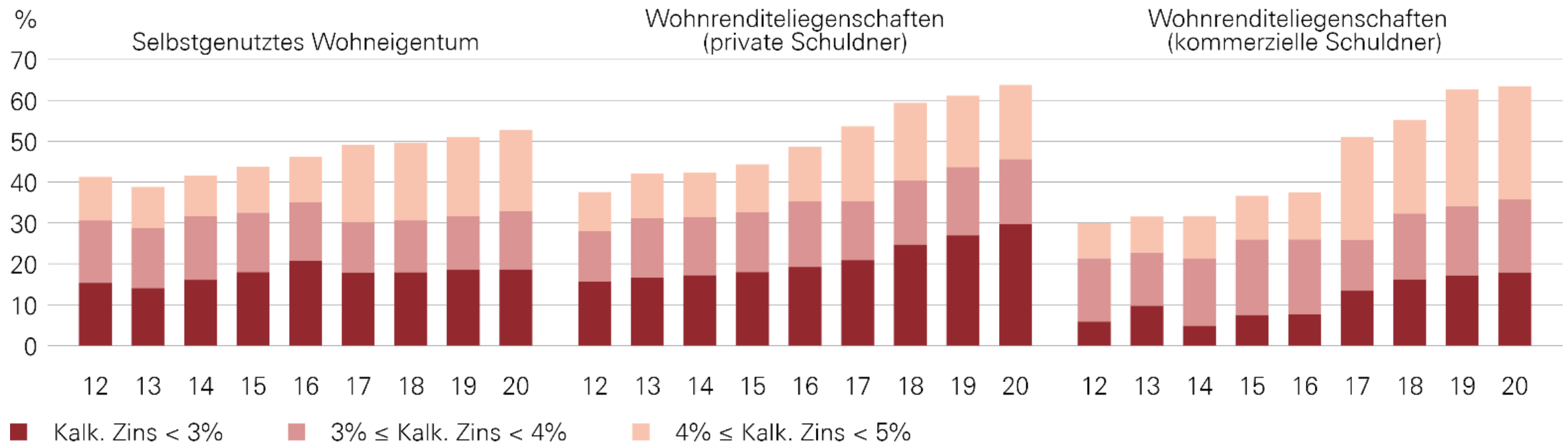


Quellen: BFS, SECO, SNB

Folie 3

LOAN-TO-INCOME: NEUE HYPOTHEKARKREDITE¹

Anteil mit kalkulatorischen Kosten höher als Miete (Wohnrenditeliegenschaften) bzw. höher als ein Drittel des Einkommens (selbstgenutztes Wohneigentum) bei einem kalkulatorischen Zinssatz von bis zu 5%

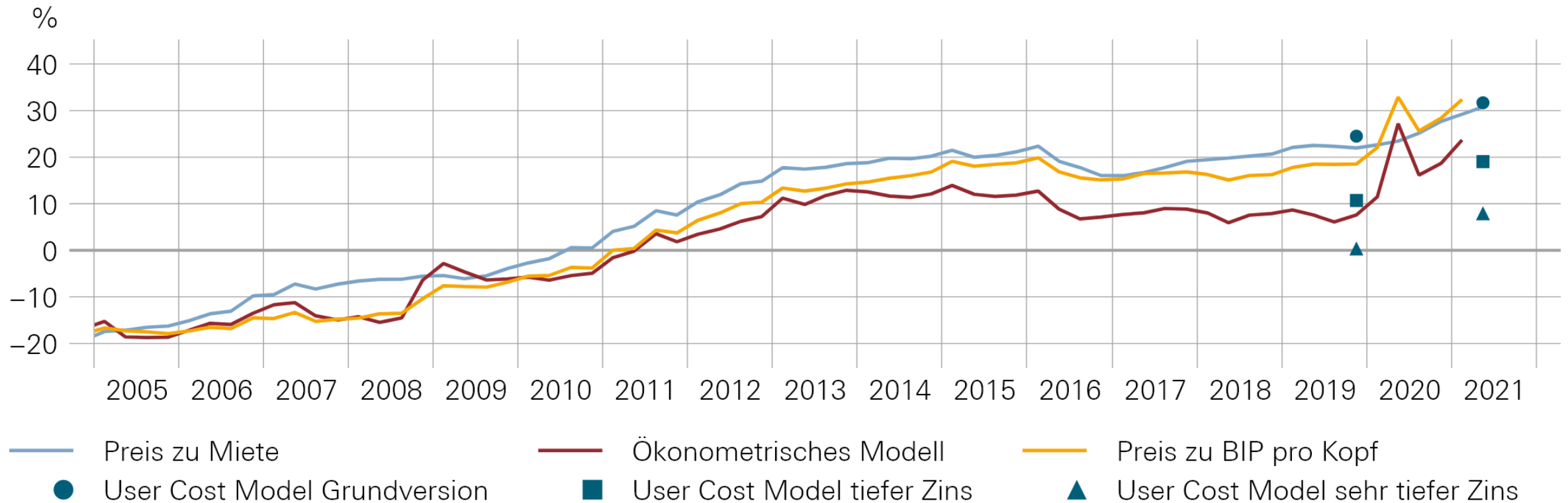


¹ Ab 2017 mit Daten der revidierten Erhebung Neue Hypotheken.

Quelle: SNB

Folie 4

EIGENTUMSWOHNUNGEN: INDIKATOREN FÜR BEWERTUNG



Quellen: BFS, SECO, SNB, Wüest Partner

Folie 5

Datum der Bekanntgabe

Juni 2012	Selbstregulierung: Erhöhte Eigenmittelanforderungen, Pflicht zur Amortisation
Juni 2012	Erhöhte Eigenmittelanforderungen für Hypothekarkredite mit hoher Belehnung
Feb 2013	Sektorieller antizyklischer Kapitalpuffer auf 1% aktiviert
Jan 2014	Sektorieller antizyklischer Kapitalpuffer auf 2% erhöht
Juli 2014	Selbstregulierung: Verkürzte Amortisationsdauer
Aug 2019	Selbstregulierung für Wohnrenditeliegenschaften: Erhöhte Eigenmittelanforderungen, verkürzte Amortisationsdauer
März 2020	Sektorieller antizyklischer Kapitalpuffer deaktiviert zur Bewältigung Corona-Krise

■ Bundesrat und SNB ■ Bundesrat ■ Bankiervereinigung

Quelle: SNB

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

