

Steigen Hypothekarzinsen bald wieder?

Seit Anfang der Neunzigerjahre sinken die Hypothekarzinsen im Trend und auch in naher Zukunft ist ein Anstieg unwahrscheinlich. Doch in der langen Frist sollten sich Hypothekendarnehmer der Risiken bewusst sein und sich drei zentrale Fragen stellen. *Daniel Kalt*

Abstract Bei der Beurteilung von Preisentwicklungen und Risiken am schweizerischen Immobilienmarkt spielt die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen und damit der Hypothekarzinsen, aber auch der breiteren Zinslandschaft am Kapitalmarkt seit je eine zentrale Rolle. Zwar ist in der kurzen Frist nicht mit einem Zinsanstieg zu rechnen, doch auch Kreditnehmer sollten sich angesichts des breiten Spektrums möglicher Zinsszenarien Gedanken über ihre Finanzierungsstrategie machen. Insbesondere drei Fragen sind für Hypothekarkunden zentral: Brauche ich eine variable oder eine Festhypothek? Wie ist das Zinsumfeld bei einer vorzeitigen Rückzahlung der Hypothek? Und: Wie senke ich das Risiko, bei der Refinanzierung in eine Zinsspitze zu geraten?

Die inflationsbereinigten Wohnimmobilienpreise haben seit Mitte der Achtzigerjahre zwei grosse Zyklen durchlaufen. Der jüngste begann um die Jahrtausendwende und hält bis heute an. Der erste Zyklus begann Ende der Achtzigerjahre mit jener berühmten Immobilienblase (siehe *Abbildung 1*). Diese wurde nicht zuletzt durch die lockere Geldpolitik in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts befeuert und ist dann Anfang der Neunzigerjahre nach einem abrupten Zinsanstieg geplatzt. Nachdem die Zentralbanken auf den Börsencrash vom Herbst 1987 mit Zinssenkungen reagiert hatten, führte die Schweizerische Nationalbank (SNB) den 3-Monats-Libor-Satz von unter 2 Prozent im Herbst 1988 auf über 8 Prozent im Frühjahr 1990.

Diese Bewegung nach oben vollzog sich auch in den variablen Hypothekarzinssätzen.

Dieser massive Zinsschock war ein wesentlicher Faktor, der den überhitzten Immobilienmarkt Anfang der Neunzigerjahre einbrechen liess und die Schweiz in eine lang anhaltende und tiefe Wirtschaftskrise stürzte.

Seither haben sich die Kapitalmarktzinsen und damit auch die Hypothekarzinssätze nur noch in eine Richtung bewegt, nämlich nach unten. Neben den weltweit kontinuierlich fallenden Inflationsraten haben auch die infolge der Finanzkrise und der nachfolgenden Eurokrise von den grossen Zentralbanken wiederholt lancierten Anleihenkaufprogramme (sogenanntes «Quantitative Easing») die Zinskurven in den Hauptwährungen über das Laufzeitenspektrum abgeflacht.

Mit der Einführung von Negativzinsen durch die SNB Anfang 2015 wurde die Zinskurve im Franken vollends unter die Nulllinie gedrückt. Die 10-Jahres-Swap-Sätze fielen

im Verlauf von 2015 deutlich unter null, und die Zinsdifferenz zu den Hypothekarsätzen mit 10 bis 15 Jahren Laufzeit weitete sich in der Folge deutlich aus (siehe *Abbildung 2* auf S. 46). Dies wiederum rief vermehrt «alternative» Hypothekenanbieter wie Pensionskassen, Versicherer sowie Online-Vertriebsplattformen auf den Plan, die ins Hypothekergeschäft einstiegen. Dadurch beschleunigte sich der bereits existierende sogenannte Disintermediationsprozess weiter. Dabei handelt es sich um das Umgehen der klassischen Vermittlung von Hypotheken über eine Bankbilanz. Mit dem leichten Zinsanstieg an den Kapitalmärkten seit Februar 2021 kam es auch zu einem Anstieg der Hypothekarsätze, wobei sich die Zinsdifferenz wieder leicht verringerte.

Kaum baldige Zinserhöhung

Die weitere Zinsentwicklung wird fortan wohl mit besonderem Augenmerk verfolgt, und zwar von Kreditnehmern und -gebern wie auch von Regulatoren und geldpolitischen Entscheidungsträgern. Der Zinsanstieg zu Beginn dieses Jahres, der in den USA recht markant und schnell war, könnte ein Vorbote davon sein, was auch in Europa noch auf uns zukommen wird. Die zügigen Impfortschritte und das grosse Fiskalpaket der

Abb. 1: Immobilienpreise, Kapitalmarkt- und Hypothekarzinsen in der Schweiz (1980 bis Mai 2021)





KESTONE

Biden-Regierung haben den Konjunkturausblick in den USA stark aufgehellt und gar Erwartungen geschürt, die Konjunktur könnte überhitzen und damit mittelfristig einen starken Inflationsanstieg auslösen.

Hierzulande dürfte der Konjunkturaufschwung jedoch etwas verzögert einsetzen. Die SNB hat bislang keine Abkehr von ihrer expansiven Geldpolitik signalisiert, und es ist wahrscheinlich, dass sie die Leitzinsen noch für längere Zeit bei $-0,75$ Prozent belässt. Ein Zinsschritt der Nationalbank scheint somit immer noch in weiter Ferne. Die langfristigen Zinsen dürften in den nächsten Quartalen allerdings leicht nach oben tendieren. Für März 2022 rechnet die UBS mit einer Rendite für zehnjährige Bundesobligationen von rund 0 Prozent. Als direkte Folge dieser Entwicklung dürften die Zinsen für langfristige Hypotheken graduell ansteigen und sich bei zehnjährigen Hypotheken im Durchschnitt in Richtung der 1,5-Prozent-Marke bewegen.

Der langfristige Inflationsausblick jedoch ist ungewiss. Die Corona-bedingte Rezession hat Druck auf Preise und Löhne ausgeübt, und gleichzeitig beschleunigt sich auch der Digitalisierungsprozess. In der kurzen Frist stehen die deflationären Risiken im Vordergrund, sodass die SNB ihre expansive Geld-

politik weiterverfolgen wird. Auf der anderen Seite könnte die Inflation durch die Geldmengenausweitung, die massiven Konjunkturprogramme und eine mögliche «Entglobalisierung» schneller als erwartet zurückkehren. Die vermehrte Finanzierung von Staatsschulden über die Notenpresse birgt längerfristig ein nicht zu unterschätzendes Inflationsrisiko. Auch wenn über die vergangenen Monate vor allem in den USA ein deutliches Überschies der Teuerungsraten zu beobachten war, erwarten doch viele mittel- und längerfristig – und gerade auch für die Schweiz –, dass die Teuerungsraten wieder tiefer ausfallen werden. Auch die SNB belies jüngst ihre Inflationsprognose für die mittlere Frist bei unter 1 Prozent.

Welche Hypothek wähle ich?

Eine Hypothekendarfinanzierung mit kurzen Laufzeiten dürfte angesichts dieser Entwicklungen und Aussichten noch für längere Zeit günstiger sein als eine mit langfristigen Festhypotheken. Die Ersparnis gegenüber einer 10-Jahres-Hypothek beträgt kumuliert rund 25 Prozent des Zinsaufwands. Im historischen Vergleich sind die absoluten Kosten einer Absicherung gegenüber starken Zinsanstiegen jedoch sehr tief.

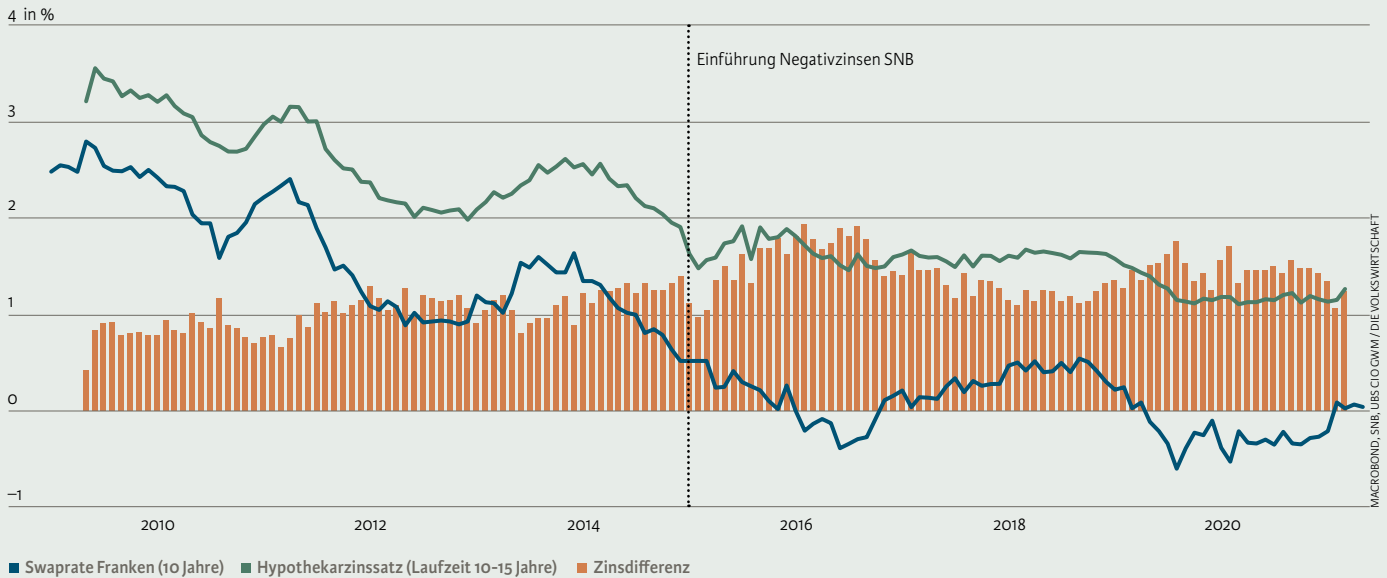
Die Impffortschritte in den USA haben die Konjunkturaussichten verbessert. Droht jetzt ein Inflationsanstieg?

Die Wahl der Hypothekendarfinanzierung hängt nicht nur von den aktuellen Zinsersparnissen, sondern auch von der Risikotragfähigkeit des Hypothekendarnehmers ab. Wer eine Hypothek aufnimmt, muss sich drei Fragen stellen: Kann ich massiv höhere Zinszahlungen tragen (Zinsrisiko)? Wie hoch sind die Kosten, wenn ich den Hypothekendarvertrag vorzeitig kündigen muss (Bindungsrisiko)? Wie gross ist die Gefahr, dass ich die Hypothek in einer Hochzinsperiode erneuern muss (Refinanzierungsrisiko)?

Was das *Zinsrisiko* angeht, bezahlten sicherheitsorientierte Hypothekendarnehmer mit Festhypothek in den vergangenen 20 Jahren einen höheren Preis: Die durchschnittlichen Kosten einer langfristigen festverzinslichen Hypothekendarfinanzierung waren etwa doppelt so hoch wie die einer Geldmarktfiananzierung. Kostenorientierte Hypothekendarnehmer wurden indessen belohnt. Denn auch in Perioden mit steigenden Zinsen lagen die Kosten bei kurzfristigen Hypotheken tiefer als bei langfristigen Festhypotheken.

Da der Trend der Libor-Zinsen in den vergangenen drei Jahrzehnten rückläufig war, liefert die Libor-Zins-Entwicklung wenig

Abb. 2: Die Zinsdifferenz bei langfristigen Hypotheken (2009 bis 2021)



Anhaltspunkte zu den Risiken einer Geldmarktfinanzierung in der langen Frist. Eine Analyse der Diskontsätze der SNB seit 1907 zeigt aber, dass in rund 95 Prozent aller Beobachtungen die Zinsen unter der 5-Prozent-Marke lagen. Höhere kurzfristige Zinsen sind demnach unwahrscheinlich. Dennoch ist das Risiko höherer Zinsen nicht vernachlässigbar und muss in einer langfristigen Tragbarkeitsrechnung zwingend berücksichtigt werden.

Ein wichtiger Punkt bei der Wahl der Hypothek ist auch das *Bindungsrisiko*. Denn abgesehen von steigenden Zinsen kann ebenso die vorzeitige Rückzahlung einer Hypothek teuer werden. Die Ausstiegskosten hängen dabei von den Wiederanlage-möglichkeiten des Kapitals ab. Je tiefer die Zinsen zum Zeitpunkt der Vertragsauflösung sind, desto höher sind die anfallenden Ausstiegskosten. Umgekehrt wird der Kunde im Falle eines starken Zinsanstiegs

bei einem Ausstieg aus einer Hypothek belohnt. Das Bindungsrisiko sinkt folglich in einem Umfeld steigender Zinsen. Die Wahl der Laufzeit einer Hypothek hängt damit auch von der Haltedauer der Hypothek und den Lebensumständen des Hypotheknehmers ab. Wer beispielsweise in einer Lebensphase steht, in der die beanspruchte Wohnfläche verkleinert werden soll, wird sich mit Blick auf das Bindungsrisiko anders verhalten als eine junge Familie mit Kindern, die ihr erstes Eigenheim erwirbt.

Zu guter Letzt müssen Hypotheknehmer auch das *Refinanzierungsrisiko* beachten: Erfolgt die Refinanzierung des gesamten Hypothekervolumens zu einem bestimmten Zeitpunkt, besteht das Risiko, aufgrund einer kurzfristigen Zinsspitze höhere Hypothekarkosten tragen zu müssen. Wenn ein Hypotheknehmer Zinsschwankungen minimieren möchte und eine sicherheitsorientierte Hypothekarfinanzierung wünscht, dann

macht eine zeitliche Streuung der langfristigen Hypotheken Sinn. Beispielsweise sind momentan die Kostenunterschiede zwischen einem Mix aus 7- und 10-Jahres-Festhypotheken oder einer reinen 10-Jahres-Festhypothek gering. Doch das Refinanzierungsrisiko ist bei der Mixvariante bereits spürbar tiefer. Für kostenorientierte Hypotheknehmer (mit kurzfristigen Laufzeiten) spielt das Refinanzierungsrisiko hingegen keine Rolle.

**Daniel Kalt**

Dr. rer. pol., Chefökonom und Chief Investment Officer, UBS Switzerland, Zürich