

Die zwölf populärsten Irrtümer über den Hypothekenmarkt

1. Allgemeines

Irrtum Nr. 1:

Der Hypothekarkredit ist "in Liegenschaften investiert" - oder sollte es sein.

Der Hypothekarkredit ist ein frei verfügbarer Kredit wie jeder andere Kredit. Die Liegenschaft ist nicht mehr und nicht weniger als das Pfand, das dem Kredit bestimmte Risikoeigenschaften verleiht. Die volkstümliche Vorstellung einer engeren inneren Beziehung zwischen Pfandliegenschaft und Immobilie entspringt magischem Denken.

Wie jeder andere Kredit, finanziert der Hypothekarkredit ein Portefeuille und nicht einen bestimmten Gegenstand daraus. Er dient dazu, die Staffe- lung der Cash Flows des Portefeuilles und das Risiko optimal zu gestalten.

Der Hypothekarkredit ist nicht deshalb von entscheidender Bedeutung für Bestand und optimales Wachstum der Bausubstanz, weil er in irgendeiner geheimnisvollen Weise "in diese Substanz eingemauert" ist, sondern weil er den gesamten Kreditmarkt nachhaltig perfektioniert. Gebäude könnten auch errichtet, gekauft und mit Kredit finanziert werden, wenn es das Institut des Grundpfandes nicht gäbe. Die Existenz guter Pfänder vermindert jedoch die Transaktionskosten und die Risiken der Kreditgewährung und senkt damit die für diese Kredite erforderlichen Kostensätze und Risikoprämien in den Zinssätzen. Dadurch wird das Differen-

tial zwischen Nettorendite des Sparerers und Nettokapitalkosten des Endinvestors auf ein Minimum hinuntergedrückt, was die Effizienz des Realkapitaleinsatzes der ganzen Wirtschaft steigert. Der Hypothekarkredit steigert m.a.W. den Nutzeffekt der volkswirtschaftlichen Ersparnis.

Warum ist es wichtig, sich vor Irrtum Nr. 1 in Acht zu nehmen?

1. ... weil dann klar wird, dass ein grundpfandgesicherter Kredit volkswirtschaftlich in keiner Weise zweckentfremdet ist, wenn er in die Firma des Neffen, in Kunstgegenstände, in Euromarktanlagen oder in eine Weltreise investiert wird;
2. ... weil man vor der abwegigen Idee bewahrt wird, Hypothekarzinsen anders zu behandeln als "gewöhnliche" Zinsen. Zinsen sind Fremdkapitalkosten, unabhängig von der Existenz und der Natur eines Pfandes;
3. ... weil man gegen die irrige Meinung immunisiert wird, die Besteuerung des Eigenmietwertes sei quasi das logische Korrelat der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Hypothekarzinsen. Die Eigenmiete muss im Rahmen einer Einkommensteuer besteuert werden, weil das "Wohnrecht" im eigenen Hause ein (Natural-) Einkommensstrom ist. Im Rahmen einer allgemeinen Einkommensteuer müsste der Eigenmietwert (der Wohnrechtswert) selbst dann besteuert werden, wenn wir alle in eigenfinanzierten Häusern wohnen würden [1]. Eine Ein-

kommensteuer ohne Eigenmietwertbesteuerung ist keine vollständige Einkommensteuer; sie ist inkonsequent und verletzt elementare verfassungsmässige und finanzwissenschaftliche Gleichbehandlungsprinzipien, namentlich das Prinzip der horizontalen Steuergerechtigkeit, wonach Steuersubjekte in gleicher ökonomischer Position steuerlich gleich zu behandeln sind [2]. Hypothekarzinsen müssen im Rahmen einer allgemeinen Netto-Einkommenssteuer abzugsfähig sein, weil sie - qua Fremdkapitalkosten - Gewinnungskosten darstellen.

4. ... weil er Banken und Politiker vor der Torheit bewahrt, den Letztverwendungen der Hypothekarkredite nachspüren zu wollen.

Irrtum Nr. 2:

Der Hypothekenmarkt ist ein wohldefinierter, separater Markt mit eigenen Finanzierungsquellen. Eine staatliche Regulierung beeinträchtigt das Volumen und die Konditionen dieses Marktes nicht und hat keine nennenswerten Neben- und Fernwirkungen.

Wer sich gegen Irrtum Nr. 1 immunisiert hat, ist beinahe automatisch auch schon gegen diesen Irrtum gefeit. Was wir oben sagten - dass ein Kredit nicht einen bestimmten Gegenstand, sondern ein Portefeuille finanziert - gilt auch für die Banken: Die Einlagen und das Eigenkapital der Bank finanzieren das Aktivenportefeuille.

Lange Zeit herrschte selbst unter Bankiers die Meinung, Spareinlagen seien quasi ihrer Natur nach für den Hypothekarkredit reserviert. Dass diese Bindungstheorie nie ganz wahr sein konnte, zeigt sich schon darin, dass die Hypothekarzinssätze in Zeiten des "Spareinlagenüberschusses" nie wegen einer Spargeldschwemme ins Bodenlose sanken, und die Hypothekarkreditgewährung keineswegs ins Stocken kam, als die wirksame Hypothekarnachfrage das Volumen der Spareinlagen massiv zu überschreiten begann. Einzig die Kalkulation und das Design von Hypothekarkontrakten haben sich seit dem Eintritt ins "Spardefizit"-Zeitalter etwas

kompliziert.

Es besteht kein rechtlicher, ökonomischer oder moralischer Grund, gewisse Einlagen in gewisse Aktiven zu kanalisieren. Selbstverständlich gibt es Vorschriften und Grundsätze gesunder Bilanzstruktur, und ebenso selbstverständlich muss eine Welt unterschiedlicher Kontrakte, Termine und Risiken eine variationsreiche Zinslandschaft aufweisen; all dies ändert nichts an der Tatsache, dass das gesamte Kreditsystem der Volkswirtschaft ein Netz kommunizierender Röhren ist.

Eine Regulierung der Hypothekarzinsen muss deshalb sogleich massive Umlenkungen bewirken. Der Hypothekarkredit kann als Finanzierungsinstrument sehr wohl ganz oder teilweise von der Bildfläche verschwinden, wenn er künstlich im Wettbewerb um die Publikumsmittel wettbewerbsunfähig gemacht wird.

Der Versuch, dieses Instrument durch demokratischen Zwang billiger zu machen, kann eine Volkswirtschaft teuer zu stehen kommen; nicht in erster Linie, weil die volkswirtschaftlichen Kreditmittel keinen Weg zur Immobilienfinanzierung mehr fänden, sondern weil das gesamte Kreditsystem eines sehr transaktionskostengünstigen und risikoeffizienten Instruments verlustig ginge.

Irrtum Nr. 3:

Die Banken könnten ihre Zinssätze ohne Schaden für die Volkswirtschaft vermehrt an sozialen Gesichtspunkten orientieren.

Diese These wird zum Teil mit der unter Nr. 2 bereits besprochenen Marktsegmentierungsthese untermauert, zum Teil aber auch mit Hilfe einer dualen Qualitätstheorie des Eigentums [3]. Das Eigentum in der Form der unvermittelten Herrschaft über Sachen ("U-Eigentum") hat in dieser Sicht eine andere, höhere Qualität als das physisch nicht direkt erlebbare, allein durch Finanzierungstitel vermittelte Eigentum ("F-Eigentum"). Typisch für das F-Eigentum ist die Trennung von Eigentum und Management und die grosse Entfernung des Management von den Titelinhabern. Die grosse

Entfernung, so wird gefolgert, mache den Aktionär de facto zu einem machtlosen Fremdkapitalgeber. Die Publikumsgesellschaft habe sich im Zuge der kapitalistischen Entwicklung zu einer "quasi-öffentlichen Institution" gewandelt, in der der Kapitalismus sich gewissermassen selbst zu überwinden im Begriffe stehe. Die Bank hat gemäss dieser Theorie nicht nur die soziale Pflicht, sondern auch die ökonomische Möglichkeit, die Firma statt an der Marktwertregel an quasi-politischen öffentlichen Interessen zu orientieren [4].

Es trifft nun sicher zu, dass das Management in der modernen Aktiengesellschaft aufgrund der Informationsasymmetrie ein gewisses Ermessen hat. Es trifft ferner zu, dass auch die moderne AG nicht in einem moralischen Vakuum operieren kann. Eine erfolgreiche moderne AG respektiert moralische Normen, die erheblich über das gesetzlich geforderte Mass hinausgehen, und dokumentiert via ihre Öffentlichkeitsarbeit, dass sie dies tut.

Daraus folgt freilich nicht, dass eine Grossbank auch zu breitangelegter Sozialpolitik befähigt ist. Selbst ein vollkommen stimmrechtsloses Aktionariat, wie es die Doktrin des "neutralisierten Kapitals" als Ideal vorsieht, würde sich nicht mit minimalen Ansprüchen zufriedengeben. Seine Signale würden einfach noch mehr als heute über die Börse laufen müssen. Ein Zug ohne Notbremse ist riskanter und weniger wert als einer mit einer solchen Vorrichtung. Auch die Einleger einer solchen Bank müssten am Depositenschalter deutlichere Signale einspeisen. Aktionäre und Einleger würden einer sozialpolitisch hyperaktiven Bank bzw. einem in einem kühnen Sozialpakt verbundenen Bankensystem sehr rasch den frankenmässigen Grad ihrer Zustimmung oder Ablehnung bekunden. Das Geschehen auf den Kapitalmärkten, die auf alles und jedes, was auch nur entfernt Einfluss auf die Anwartschaft der Titelinhaber haben könnte, mit äusserster Empfindlichkeit reagieren, stützt die These der Neutralisierung bzw. der potentiellen Neutralisierbarkeit des Kapitalgebers in keiner Weise.

Abgesehen davon, dass sie die Fehlallokation von Kapital fördert, macht eine Bank durch Kreditzinsätze unter dem Marktniveau Geschenke mit Ver-

mögen der Kapitalgeber. Die Erwartung, dass der Markt eine solche Kreditpolitik gelassen hinnehmen würde, widerspricht jeder Erfahrung.

Grossaktionäre, Kleinaktionäre und Market Makers würden die Aktie, Einleger die Schulden und Bond-Rating-Agenturen das Rating eines solchen Instituts augenblicklich neu bewerten. In einem System mit stimmberechtigten Aktionären würden zudem Übernahmeinteressenten dem Experiment rasch ein Ende setzen. Nicht erst die Einführung, sondern bereits das Gerücht einer sozialpolitischen Konversion des Managements würde die massivsten Marktreaktionen auslösen, und diese hätten Auswirkungen auf die künftigen Eigen- und Fremdkapitalkosten der involvierten Banken.

Es bereitet Mühe, zu glauben, dass eine solche kühne Änderung der Bankpolitik der Schweiz zu mehr, grösseren, besseren oder billigeren Wohnungen verhelfen würde.

Aus diesen Überlegungen folgt nicht, dass kein Potential für Alternativbanken bestehe. Eine Alternativbank ist eine Institution, über welche Einleger und Aktionäre freiwillig ganz bestimmte Transfers in einem von jedem einzelnen Kapitalgeber genau begrenzten Masse vornehmen lassen. Solche Institutionen haben ihren Markt, genau wie das Rote Kreuz den seinen hat. Der Versuch jedoch, die Banken ohne die (marktmässige!) Zustimmung jedes einzelnen Kapitalgebers in nennenswertem Masse zu Wohlfahrtsinstitutionen zu machen, ist nicht ein Rezept für die Wohlfahrtsförderung, sondern für Ineffizienz und Unterversorgung.

2. Der Zusammenhang Geldpolitik-Zinsen-Mieten-Inflation

Irrtum Nr. 4:

Hypothekarzinsätze steigen, weil die Banken zu wenig Geld haben.

Banken benötigen sehr wenig Geld und Banken trachten danach, so wenig Geld wie möglich zu halten. Was Banken brauchen, sind Einlagen und Eigenkapital. Die Hypothekarzinsen steigen immer

dann, wenn zu den herrschenden Zinssätzen keine neuen Einlagen (bzw. kein neues Eigenkapital) zu beschaffen, und die bestehenden Finanzierungsquellen nicht mehr zu halten sind. Die Gründe dafür sind vielfältig. Sie liegen jedoch nicht notwendigerweise in einem Mangel an Geld oder in einer (zu) restriktiven Geldpolitik. Steigende Zinssätze zeigen im Gegenteil manchmal nicht ein Zuwenig, sondern ein Zuviel an Geld (namentlich an Geldwachstum) an; denn nicht selten sind sie die sichtbare Manifestation von Inflation und Inflationserwartungen. Sie können aber auch realwirtschaftliche Entwicklungen widerspiegeln: Verstärkung der Gegenwartspräferenz, Verbesserung der Realinvestitionsmöglichkeiten sowie Verschärfung der ökonomischen und politischen Risiken. Der Versuch, die (Hypothekar-) Zinssätze mit einer lockeren Geldpolitik tief zu halten, muss fehlschlagen und zu langfristig höheren Zinssätzen führen. An dieser robusten Aussage ändert der Umstand nichts, dass geldpolitische Lockerungen manchmal vorübergehend zu tieferen Sätzen führen. Es ist kein Widerspruch, dass man unter Umständen mit einer Tiefzinspolitik die Zinsen momentan senken kann, dass man aber solche kurzfristigen Zinssatzsenkungen infolge der Inflation und der langfristigen Unbeeinflussbarkeit des Realzinssatzes nicht wie eine Perlenkette zu einer langfristigen Tiefzinspolitik aufreihen kann. Es gilt die vielfach empirisch bestätigte These, dass das Land, das langfristig tiefe Zinssätze anstrebt, bereit sein muss, auch sehr hohe Zinssätze hinzunehmen.

Wer mit der Geldpolitik Hypothekarzinspolitik betreiben will, muss sich über einen Punkt klar sein: Für die Immobilieninvestition ist der Realzinssatz massgebend, aber ausgerechnet dieser lässt sich mit der Geldpolitik langfristig nicht senken. Mit der Geldpolitik lässt sich langfristig höchstens der Nominalzinssatz beeinflussen.

Irrtum Nr. 5:

Eine restriktive Geldpolitik heizt die Inflation an, denn sie erhöht die Hypothekarzinskosten.

Hier muss zunächst klargestellt werden, dass die Schweiz zwei Inflationskomponenten kennt, die im Konjunkturzyklus nicht ganz synchron verlaufen

- eine Normalinflation,
- eine administrierte Inflation, unter welche die PTT- und SBB-Tarife, die Agrarpreise, viele andere und die Mieten fallen.

Die administrierten Preise kommen im Inflationszyklus häufig relativ spät, weil sie aufgrund effektiver Kosten kalkuliert werden. Bei den Mieten kommt hinzu, dass sie bekanntlich an eine Kostenformel gebunden sind, in welcher die Hypothekarzinsen eine entscheidende Rolle spielen. Und da die Zinssätze namentlich dann steigen, wenn die Inflation offenkundig geworden ist, und dies auch der Moment ist, wo die Geldpolitik mit einer Vollbremsung einzugreifen pflegt, besteht eine hohe Korrelation zwischen positiven Zinssatzschüben und restriktiver Geldpolitik einerseits und etwas verzögerten Mietzinsschüben andererseits. Die massiven Mieterhöhungen fallen dadurch meist mitten in die Rezession [5]. Dieses Verhaltensmuster ist jedoch einzig auf das geltende schweizerische Mieterschutzsystem zurückzuführen, das die marktinduzierte Mietinflation zunächst unterdrückt, die Bremsen aber spät im Zyklus aufgrund eines gesetzlichen Zinsmechanismus wieder teilweise lockert.

Ohne dieses System würden die Mieten, falls überhaupt, auf Zinssatzbewegungen normal, wie das Feld der andern Preise reagieren. Das konterintuitive Verhalten der Mietzinsen ist gewissermassen der Preis, den die Schweiz für ihr eigenartiges Mietregulierungssystem zu bezahlen hat; und es wäre verhängnisvoll, wenn die Geldpolitik sich ausgehend von diesem einen, unglücklich regulierten Markt orientieren wollte. Der Versuch, in der Geldpolitik auf diesen durch staatliche Regulierung fehlgeschalteten Markt besondere Rücksicht zu nehmen und eine konsequente Billiggeldpolitik zu betreiben, müsste notwendigerweise zu stärkerer Inflation - und am Schlusse zu permanent noch höheren Zinssätzen - führen.

Irrtum Nr. 6:

Zwischen Hypothekarzinssatz und Mietzinsniveau besteht ein direkter ökonomischer Zusammenhang, weil der Hypothekarzins ein Kostenelement ist.

Unter Bedingungen zurückgestauter Inflation - und diese bestehen infolge der Mieterschutzgesetzgebung permanent auf einem erheblichen Teil des schweizerischen Wohnungsmarktes - wird jeder Tatbestand, der gesetzlichen Preiserhöhungsspielraum freigibt, die erlaubten Preiserhöhungen auch erzeugen. Nach der geltenden Gesetzgebung verleihen u.a. Hypothekarzinssteigerungen solchen Spielraum, und sie bewirken genau, was die Theorie der zurückgestauten Inflation voraussagt: Jeder Hypothekarzinsanstieg überträgt sich beinahe mechanisch auf die Mieten [6].

Daraus freilich zu schliessen, dass diese Mechanik auch unter freien Mieten spielen würde, ist eine verbreitete aber nichtsdestoweniger irriige Verallgemeinerung. Hypothekarzinsen sind zwar auch auf einem freien Wohnungsmarkt Kosten; nur lässt ein freier Wohnungsmarkt Kostenüberwälzungen nicht mehr ohne weiteres zu.

Auf einem freien Markt würden die Mietzinsen grundsätzlich nach denselben Gesetzen bestimmt wie die Preise aller andern Güter [7]. Bei neutraler Inflation, d.h. bei gleichbleibenden relativen Preisen und realen Zinssätzen, sind die Nominalzinssätze via Inflation mit dem Wachstum der Mieten verbunden. Die Inflationsprämie im Nominalzinssatz ist gleichzeitig die nominelle Wachstumsrate der Mietzinsen. Das Gut "Wohnrecht" verteuert sich im Gleichschritt mit den anderen Gütern. Der höhere Nominal-Hypothekarzins ist nicht Ursache der Mietinflation. Vielmehr sind beide - der Nominalhypothekarzins und die Mietinflation - Wirkungen desselben Kernprozesses, nämlich der allgemeinen Inflation. Die Realrente bleibt unverändert. Diesem pari-passu-Pfad kann sich noch ein Prozess der Veränderung des Relativpreises der Mieten überlagern. Die Relativpreisveränderung ist nicht monetärer Natur, sondern geht auf Realentwicklungen von Angebot und Nachfrage zurück. Die Nachfrageentwicklung wird angetrieben durch

die Entwicklung der Realeinkommen, die Einkommenselastizität der Wohnungsnachfrage sowie durch Präferenzverschiebungen. Die Angebotsentwicklung widerspiegelt die kumulierte Netto-Wohnbauinvestition und diese ihrerseits die Geschichte von Angebot und Nachfrage auf dem Erstellungsmarkt. Rascher als die Inflation steigen die Mietzinsen, wenn die Nachfrage nach Wohnungen stärker wächst als das Angebot.

Da eine Hypothekarzinserhöhung auf den folgenden (Wohnungs-)Kündigungstermin unmittelbar weder das Angebot existierender Wohnungen senkt, noch die Nachfrage nach (existierendem) Wohnraum erhöht, kann eine Hypothekarzinserhöhung auch das Mietzinsniveau nicht mehr in der mechanischen Art bewegen, wie sie dies heute tun kann und tut. Hypothekarzinsänderungen haben höchstens noch Wirkungen auf den Bau zusätzlicher Wohnungen und die Marktbewertung bestehender Liegenschaften (insofern sie den Diskontfaktor verändern und eventuell die Liegenschaften neu bewerten). Die starre mechanische Übertragung des Hypothekarzinssatzes auf das Niveau der Mieten liegt nicht in der Natur des Wohnungs- und Kapitalmarktes, sondern einzig und allein in der Natur der schweizerischen Mieterschutzgesetzgebung begründet. Sie ist ausschliesslich eine Folge des Inflationsrückstaus, den die geltende Gesetzgebung auf dem Wohnungsmarkt bewirkt. Dieser gesetzlich geschaffene Rückstau, kombiniert mit der auf den Hypothekarzinssatz abstellenden Gleitklausel von Art. 13 der Verordnung zum Mietrecht (VMWG) (und früherer Vorschriften ähnlichen Inhalts), schafft die Mechanik und erhält sie aufrecht.

An dieser Stelle wird häufig gefragt, ob nicht auch bei freier Mietzinsbildung "zwecks Deckung der Kapitalkosten" Hypothekarzinssteigerungen alsbald überwältigt werden müssten. Diese Meinung beruht auf der populären "Theorie", wonach ein Investor einen quasi-moralischen Anspruch auf Kostenerstattung habe. Als Beleg für die empirische Relevanz der These wird auf den Umstand verwiesen, dass empirisch die meisten Unternehmen im Durchschnitt ihre Kosten decken könnten.

Es trifft zwar zu, dass in einer Marktwirtschaft die meisten Unternehmen meistens ihre Kosten decken können und im Durchschnitt eine normale, risikobereinigte Marktrendite erzielen. Allzuoft wird jedoch vergessen, dass dieser "Normalrenditezustand" mitunter nur via Konkurs und Vermögensverluste erreicht wird. Die existierenden Unternehmen haben grosso modo im langfristigen Mittel die Normalrendite ihrer Risikoklasse, nicht weil man in der Marktwirtschaft problemlos seine Kosten überwälzen kann, sondern weil die Erfolglosen verschwinden und der Markt die Unternehmen so bewertet, dass nach aller Voraussicht eine Normalrendite resultiert. Der Markt ist kein Mechanismus zur willkürlichen Kostenüberwälzung, sondern einer, auf dem nur jene überleben, die genügend tiefe Kosten haben und wo alles so bewertet wird, dass es die Erwartung der Standardrendite rechtfertigt. In diesem und nur in diesem Sinne kann man sagen, der Markt bewirke kostendeckende, normal rentierende Produktion.

Um Missverständnisse auszuschliessen, muss beigefügt werden, dass die Verkrampfung des schweizerischen Wohnungsmarktes durch die Streichung von Art. 13 VMWG natürlich nicht gelöst, sondern verschärft würde. Die Diskrepanz zwischen Gleichgewichtsmietzins und gesetzlich festgehaltenem Mietzins würde nur noch grösser, und der Wohnungsneubau würde noch stärker gehemmt. Die Hypothekarzinsklausel von Art. 13 VMWG (Überwälzung von Hypothekarzinssätzen) ist ein schlechtes Ventil für den Nachfrageüberdruck, aber sie ist mindestens eines. Behält man das übrige System der Kostenmiete bei, so heisst Streichung von Art. 13 nur Festhalten der Mietzinsen auf noch tieferem Niveau. Entkoppelungsforderungen sind deshalb nicht gleich "Entkoppelungsforderungen".

3. Wettbewerbspolitische Fragen

Irrtum Nr. 7:

(a) Die Abwesenheit von erheblichen Zinsdifferenzialen zwischen Banken ist suspekt. Unter wirklich funktionierendem Wettbewerb wären die Zins-

sätze der Banken mit niedrigen Kosten sichtbar tiefer als die Zinsen der Banken mit hohen Kosten.

(b) Die Existenz von Zinsdifferenzialen ist suspekt. Unter wirklich funktionierendem Wettbewerb wären die Zinssätze aller Banken für gleichartige Kredite gleich.

(c) Arbitragehindernisse sind suspekt. Unter wirklich funktionierendem Wettbewerb könnte man, sobald die eigene Bank ihren Hypothekarzinssatz früher als eine andere hinaufsetzt, problemlos zur billigeren Bank umsteigen. Ist das nicht möglich, so besteht eine verdeckte Besitzstandsabsprache.

(d) Zinsdifferenziale zwischen Alt- und Neuhypotheken sind suspekt. Die Diskriminierung zwischen Alt- und Neuhypotheken ist Beleg für ungenügenden Wettbewerb.

Alle vier Thesen manifestieren Irritation über Zinsdifferenziale. Vertreter von (a) nehmen an der Grösse, Vertreter von (b) an der Kleinheit der Differenziale Anstoss. In Wirklichkeit ist die Meinung, unter aktivem Wettbewerb müssten Zinsdifferenziale jederzeit "immer schon" perfekt ausarbitriert sein, ebenso irrig wie jene andere, unter wirksamem Wettbewerb müssten Herausforderer permanent für offensichtliche Zinsdifferenziale sorgen.

Bankzinsen für gleichartige Kredite tendieren dazu, sich aufgrund des Wettbewerbs anzugleichen. Eine gewisse Streuung und Vibration wird jedoch immer bestehen bleiben, erstens, weil die einzelne Bank - wie jede Firma - unter den unübersichtlichen und ständig wechselnden Marktbedingungen ständig auf der Suche nach dem richtigen Preis ist, ihn aber nie endgültig gefunden hat; zweitens, weil bei unvollständiger Information zwei Banken denselben Schuldner oder dasselbe Pfand nicht gleich einschätzen; und drittens, weil eine Bank, die ihr Portefeuille bereinigen will, ihre Konditionen u.U. vorübergehend sichtbar von jenen der Konkurrenten abhebt. Die Höhe der Transaktionskosten und die aufgrund der vertraglichen Fristen lange Zeitverzögerung machen Entscheide über die Sätze auf dem Bestand auch unter freiem Wettbewerb zu u.U. folgenschweren Entscheiden, die nicht leichtsinnig gefällt werden.

Dies bewirkt eine gewisse institutsspezifische Persistenz und Anpassungsverzögerung. Dabei wird sich die effizienteste Bank nicht notwendigerweise durch permanente Zinsunterbietung profilieren.

Wirksamer Wettbewerb bewirkt somit durchaus Angleichung, aber nie perfekte.

Die Streuung wird zudem in der Zeit schwanken. In Zeiten stabiler Marktverhältnisse wird sie klein sein, in Zeiten turbulenter Veränderungen gross. Sie hat vermutlich auch nicht in jeder Phase dieselbe "Qualität". Ein auffallend tiefer Anschreibezinssatz für Neuhypotheken ist u.U. kein effektives Angebot, sondern lediglich ein Ausdruck des Zögerns, ähnlich der Menükarte eines vorübergehend geschlossenen Restaurants. In diesem Sinne entsteht in Zeiten steigender Zinssätze eine vorübergehende dynamische Kreditrationierung, die freilich kein, oder kein bedeutsames Marktversagen darstellt.

Lässt wirksamer Wettbewerb auch eine Diskriminierung von Alt- und Neuhypotheken zu? Diese Frage ist innerhalb enger Grenzen vermutlich zu bejahen. Die Höhe der Transaktionskosten bei Zinssatzänderungen auf dem Bestand und die Länge der vertraglichen Fristen lassen eine beschleunigte Anpassung der Neukontrakte erwarten, ganz abgesehen davon, dass die Neukontrakte dank ihres beschränkten Volumens als Testmarkt für neue Konditionen dienen können. Ebenfalls denkbar ist, dass die Bank aufgrund eines impliziten Vertrags den Altschuldern eine gewisse Glättung der Zinssätze bietet - welche die Schuldner natürlich nicht gratis, sondern nur um den Preis eines im Durchschnitt leicht erhöhten Zinssatzes erhalten.

Auch wenn die Frage nach der Wettbewerbsintensität des schweizerischen Hypothekarmarktes nicht leicht zu beantworten ist, fällt auf, dass das auf dem schweizerischen Hypothekarmarkt beobachtbare Verhalten zumindest eine gewisse Ähnlichkeit mit dem Verhalten hat, das man unter Realbedingungen auch von einem Wettbewerbsmarkt erwarten könnte.

In einem Punkte würde ungehinderter Wettbewerb jedoch zweifellos ein anderes Muster aufweisen: Die Unterschiede zwischen Alt- und Neuhypotheken-

zinssätzen und das Beharrungsvermögen der Althypothekensätze könnten kaum das Ausmass und die Dauer erreichen, die wir hierzulande feststellen. Die beobachtbaren Zinsdisparitäten zwischen Alt- und Neuhypotheken haben freilich nichts mit spontaner Wettbewerbsbeschränkung der Banken zu tun. Sie basieren zum grössten Teil auf der hier herrschenden politischen "Aufladung" des Hypothekenzinssatzes. Ohne die regulatorisch bedingte politische Hypersensibilität gegenüber dem Hypothekenzinssatz wären die Disparitäten kleiner und von kürzerer Dauer.

Irrtum Nr. 8:

Die wettbewerbspolitische Hypothekenzinsüberwachung ist ökonomisch wesentlich sinnvoller - oder weniger schädlich - als die konjunkturpolitische und ist geeignet, die wirtschaftlichen und sozialen Folgen von Hypothekenzinsschwankungen zu mildern.

Der konjunkturpolitischen Preisüberwachung fehlt jedes Kriterium für den "konjunkturell richtigen" Zinssatz - und der wettbewerbspolitischen jenes für den "wettbewerbspolitisch richtigen" Satz.

Selbst wenn private Wettbewerbsbeschränkungen bestehen sollten, ist nicht klar, wie der kompetitive Zinssatz durch den Preisüberwacher bestimmt werden sollte; denn offensichtlich und krass können diese Beschränkungen nicht sein. Dafür fehlt jeder Anhaltspunkt [8]. Es müsste sich somit um eher subtile Methoden mit beschränktem und unklarem Wirkungsgrad handeln.

In diesem Methodennotstand gibt es praktisch nur zwei Möglichkeiten. Entweder liegt die Preisüberwacherverfügung über dem in der Nachbarschaft des Wettbewerbssatzes liegenden Marktsatz und ist damit nicht bindend, oder sie liegt tiefer, ist damit bindend und führt mit grösster Wahrscheinlichkeit zu den weiter oben erwähnten kontraproduktiven Substitutionsprozessen.

Angesichts des Methoden- und Terminnotstands ist man versucht, einzuwenden: "Wenn der Preisüberwacher kein Kriterium hat, wie können dann die

Banken wissen, welches der richtige Zinssatz ist? Wenn sie den Wettbewerbszinssatz und den Zeitpunkt kompetitiver Zinssatzänderungen exakt bestimmen können, sollten sie keine Mühe haben, auch den Preisüberwacher von der ökonomischen Notwendigkeit ihrer Konditionen zu überzeugen. Sollten jedoch die Banken den richtigen Zinssatz selbst auch nicht so exakt bestimmen können, dann wird ein wenig Preisüberwacherwillkür auch keinen übermässigen Schaden anrichten." Diese Argumentation zieht aus einer nicht ganz falschen Aussage einen vollkommen falschen Schluss. Nicht ganz abwegig ist die Aussage, dass auch die Bankmanager im vorhinein nicht mit Sicherheit wissen, ob sie einen Zinssatz im richtigen Zeitpunkt auf dem richtigen Niveau offeriert haben; aber im Unterschied zum Preisüberwacher haben sie - mit den Aktionären und Einlegern im Nacken - jeden denkbaren Anreiz, alle relevante Information und alles einschlägige Wissen vor einer Entscheidung sorgfältig zu verarbeiten, Fehler rasch rückgängig zu machen und nicht zu wiederholen. Sie werden für ihre ökonomischen Fehler von ihrem Publikum nicht applaudiert. Ganz anders der Preisüberwacher. Er hat allen Anreiz, ökonomische Fehler zu machen und nicht zu korrigieren, weil er dafür des Beifalls von Seiten seines Publikums sicher ist.

Schliesslich kann auch nicht ausgeschlossen werden, dass das, was als Reglementierung gegen die Banken gedacht war, und vielleicht auch ein- oder zweimal spektakuläre Aktionen gegen die Banken produzieren wird, über kurz oder lang in eine Regulierung zugunsten der Banken ausmündet. Ein solches Szenario, an dessen Ende ein staatlich sanktioniertes und protegiertes Kartell liegt, ist im Falle der Banken relativ leicht vorzustellen. So kann z.B. der Preisüberwacher wohl kaum unterschiedlichen Banken für das gleiche Produkt unterschiedliche Zinssätze vorschreiben. Setzt er den Satz tief an, so wird bei den schwächeren Instituten das Wehklagen beginnen. Sofort wird die Frage aufgeworfen, ob es Sinn der Preisüberwachung sei, das Ausscheiden der schwächeren Institute noch zu fördern. Also wird man bald einmal - oder in der nächsten Runde - aus Rücksicht auf die schwächeren Teil-

nehmer das Maximum etwas höher ansetzen. Diese Teilnehmer werden aber wenig Trost in diesem Preisüberwacheredikt finden, wenn die Starken die Preisüberwachernorm unterschreiten. Was liegt da näher, als den Preisüberwacher als Polizist gegen das "Dumping" der Starken einzusetzen? Aus Zinssatzmaxima können im politischen Prozess unversehens Zinsminima werden. Nach allem, was man über die Dynamik von Branchenregulierungen weiss, liegt es jedenfalls nicht auf der Hand, dass die Preisüberwachung langfristig den Wettbewerb fördern wird (STIGLER (1991)).

Erschwerend tritt bei der Zinssatzüberwachung der Umstand hinzu, dass das träge Preisüberwachungsverfahren nie imstande sein wird, mit dem nervösen Marktgeschehen Schritt zu halten. Allfällige Verfügungen werden im Normalfall auf Daten basieren, die längst überholt sind.

4. Wieviel Hypothekarkredit ist genug Hypothekarkredit?

Irrtum Nr. 9:

Die hypothekarische Verschuldung von (je nach Berechnung) bis zu Fr. 65'000.-- pro Kopf ist (zu) hoch.

Zwei Fragen sind hier zu unterscheiden:

1. Die Frage, ob die Kreditgewährung des Bankensystems übermässig ausgedehnt worden ist und dadurch die Preisniveaustabilität unter Umständen gefährdet wird.
2. Die Frage, ob die Banken durch übermässige Belehnung von Immobilien übermässige Risiken eingehen.

Die erste Frage ist makroökonomischer Natur und betrifft die Geldpolitik. Sollte ein solches Problem bestehen, so kann und muss es durch die Geldmengepolitik gelöst werden.

Die zweite Frage ist mikroökonomischer Natur. Da die Vertreter der Überbelehnungsthese kaum der Meinung sein dürften, die Schweiz habe einen übermässigen Wohnungsbestand, muss ihre These

als eine Rüge an der Finanzierungsstruktur aufgefasst werden. Nach ihrer Meinung wird in der Schweiz zuviel mit Fremd- und zuwenig mit Eigenkapital finanziert.

Was bedeutet nun aber bei gegebenem Bestand realer Aktiva die Aufteilung der Finanzierungsseite auf Eigen- und Fremdkapital? Sie ist in erster Annäherung nichts anderes als die Verpackung einer gegebenen (unsicheren) Anwartschaft auf der Aktivseite in zwei unterschiedlich definierte Teilpakete von Passiven, die jedoch zusammen wieder zur Anwartschaft auf das Gesamtpaket addieren.

Mit zunehmendem Verschuldungsgrad steigt das Risiko, dass ein Schuldner nicht genau das bezahlen wird, was er vertraglich versprochen hat und auf der andern Seite ein Gläubiger nicht genau die Zahlungen erhält, die er vereinbart hatte. Besondere Risiken für die Volkswirtschaft sind damit jedoch nicht verbunden. Namentlich bleibt das Gesamtrisiko der Volkswirtschaft in erster Approximation unverändert (MILLER (1991)), wenn nur der Finanzierungsmix, und nicht die Natur der Aktiven sich verändert.

In diesem Zusammenhang ist scharf zu unterscheiden zwischen versprochenen und erwarteten Zahlungen. Zahlungsausfälle sind zwar eindeutig Vertragsverletzungen, doch können sie nicht ohne weiteres als "unerwartet" bezeichnet werden, denn bei riskanteren Projekten werden bekanntlich Risikoprämien in die Zinssätze eingebaut. Solche wären überflüssig, wenn vereinbarte Zinssätze gleichzeitig zuversichtlich erwartete Renditen wären. Ausfälle auf einzelnen Krediten sind somit nicht notwendigerweise auch unerwartete Verluste, sondern können durchaus statistisch erwarteten und berücksichtigten Verteilungen entsprechen.

Der Entscheid über den Finanzierungsmix hat zwar Auswirkungen auf die Teilung der Anwartschaft zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber, aber nicht auf die Totalanwartschaft. Es ist ein Entscheid, dessen Folgen primär auf die Vertragspartner fallen, und den man ohne Bedenken der privaten Vereinbarung überlassen kann.

Selbst wenn "Vereinbarung" nicht mit "Erwartung" gleichzusetzen ist, sind Fehler in der Ein-

schätzung der Wahrscheinlichkeitsverteilungen natürlich nicht ausgeschlossen. In diesem Sinne ist es durchaus möglich, dass Banken die Verteilungen in der Vergangenheit falsch eingeschätzt haben und Kontraktelemente wie Risikoprämien, Tilgung, Eigenkapitalanforderungen sowie diverse Optionen nicht sorgfältig genug eingesetzt haben. Niemand hat jedoch so grosses Interesse daran, Fehler über die statistischen Eigenschaften von Verträgen zu vermeiden, wie die Kontrahenten selbst. Ja, der Versuch, dem Kontrahenten die Sorge um die realistische Einschätzung der Zahlungsaussichten abzunehmen, muss zu einer systematischen Verzerrung der gesamtwirtschaftlichen Risikoallokation führen.

Der Umstand, dass es bei stärkerer Fremdkapitalfinanzierung in der Volkswirtschaft mehr Zahlungsausfälle gibt, bedeutet nicht, dass es deswegen mehr volkswirtschaftliche Vermögensverluste gibt, denn bekanntlich ist der Konkurs nicht die Ursache, sondern die Folge von Vermögensabwertungen. Die Häufung der Ausfälle bedeutet nur, dass die Verluste Fremdkapitalgeber getroffen haben, aber - mindestens in erster Approximation - nicht, dass die Verluste grösser sind, als sie bei höherer Eigenkapitalquote gewesen wären. Wenn eine Immobiliengesellschaft zu 100 % des Marktwerts der Aktiven mit Fremdkapital finanziert wird, so wird jeder Wertverlust sogleich zum Konkurs führen. Wird nur zu 60 % mit Fremdkapital finanziert, so wird erst ein Verlust von 40 % zum Konkurs führen. Das ändert nichts am Umstand, dass es die Marktwertentwicklung der Immobilienfirma ist, die zum Konkurs führt und nicht der Konkurs zum Marktwertverlust. Wenn zudem noch ein Pfand besteht, wie dies ja beim Hypothekarkredit der Fall ist, so sind die Verluste der Bank aus allfälliger Zwangsverwertung ohnehin nochmals kleiner.

Wenn in diesem Abschnitt vielleicht eine etwas allzu perfekte Modigliani-Miller-Welt [9] gezeichnet wurde, die in einigen Punkten der Retouche bedürfte, so geschah dies einerseits, weil die Entwicklung der Kapitalmärkte tatsächlich in Richtung Perfektion geht, andererseits, weil im Publikum bezüglich der Probleme der Fremdkapitalfinanzie-

rung und der Ursachen und Folgen von Zahlungsausfällen viel magisches und "post hoc ergo propter hoc-Denken" besteht. Der Umstand, dass nach einigen Liegenschaftenkonkursen einige weitere Immobilieneigentümer in Schwierigkeiten kommen, bedeutet nicht notwendigerweise, dass die vorangehenden Konkurse die nachfolgenden bewirkt haben, sondern vielleicht, dass die Nachfrage auf dem Immobilienmarkt allgemein nachgelassen hat. Der Umstand, dass in einer Immobilienkrise einer Region eine Regionalbank mitgerissen wird, bedeutet nicht, dass die volkswirtschaftlichen Verluste aus der Immobilienkrise bei stärkerer Eigenkapitalfinanzierung kleiner gewesen wären, sondern in erster Annäherung nur, dass die Verluste anders verteilt gewesen wären.

In jedem Falle ist die Milchmädchenrechnung "Gesamtvolumen des Grundpfandkredits dividiert durch Bevölkerung" nicht geeignet, die Risikoexposition auch nur der Banken realistisch zu beurteilen. Niemand weiss, wie sich die Liegenschaftpreise in der Zukunft entwickeln werden; sicher ist jedoch, dass der aggregierte Marktwert der verpfändeten Liegenschaften immer noch ca. das Dreifache des Hypothekarkreditvolumens beträgt [10]. Die hohe Hypothekarkreditgewährung widerspiegelt den hohen Wert des Bodens und der Bausubstanz in der Schweiz; und dieser wiederum erklärt sich durch die hohe Siedlungsdichte und die hohen Einkommen. Die Schweiz hat nicht viel mehr als 13'500 Quadratkilometer wirklich multifunktional nutzbaren Bodens. Auf der Fläche, die unter 800 m.ü.M. liegt, die noch kleiner ist, wohnen zudem 90% der Bevölkerung in beinahe schon metropolitane Dichte. Verwundert es da noch, wenn der Boden teuer, und weil teuer, mit qualitativ hochstehender Bausubstanz überbaut ist, und Boden und Gebäude, weil teuer und aufwendig überbaut, ein riesiges Kreditvolumen pfandrechlich sichern können?

5. Amortisationspflicht

Irrtum Nr. 10:

Die Einführung einer gesetzlichen Amortisationspflicht würde den Wohnungsbau fördern und die Eigentümerquote heben.

Um Missverständnisse von vornherein auszuschliessen, sei vorausgeschickt, dass Tilgung eines Kredits an sich weder gut noch böse ist. Die Tilgung (starrer, flexibler Tilgungsplan, Tilgungsoption) ist ein Vertragsbestandteil, über den am Markt - wie bei andern Vertragsbestandteilen - Angebot und Nachfrage entscheiden und der mitunter den Preis mitbestimmt. Es ist sehr wohl möglich, dass der Markt irgendeine Form der Tilgungshypothek zum dominierenden Modell erhebt. Nicht die Tilgung an sich ist ein Irrweg, sondern die Tilgung gegen den Markt, die unfreiwillige, hoheitlich erzwungene Tilgung. Von der Zwangstilgung werden vor allem zwei segensreiche Wirkungen erwartet:

Hoffnung Nr. 1: eine Dämpfung der Mietzinssteigerung;

Hoffnung Nr. 2: eine bessere "Zirkulation des volkswirtschaftlichen Kreditfundus" und daraus folgend eine Steigerung des Wohnungsbaus im allgemeinen sowie eine Steigerung der Wohneigentümerquote.

Hoffnung Nr. 1 nährt sich aus der Überlegung, der Tilgungszwang vermindere die durchschnittliche Verschuldung der Immobilieneigentümer und damit "die Kapitalkosten", wodurch den Eigentümern bei der Gestaltung der Mieten ein Teil des Kapitalkostenarguments aus der Hand geschlagen würde. Diese Argumentation ist natürlich unhaltbar, denn der Ersatz von Fremdkapital durch Eigenkapital vermindert die Kapitalkosten nicht.

Hoffnung Nr. 2 fusst letztlich auf einem Denkfehler bezüglich Form und Reaktionen von Angebot und Nachfrage. Wie reagieren Angebot und Nachfrage auf die Zwangstilgung?

Zunächst zur Nachfrage: Die Zwangstilgung bedeutet für den eine Wohninvestition erwägenden Haushalt die zwangsweise Durchsetzung eines Spar- und Konsumplanes, obwohl er einen anderen Plan

vorziehen würde, und ein Gläubiger bereit wäre, den Plan zu finanzieren. Der strenge Hypothekarkredit-Zahlungspfad wird bei gegebenem Zinssatz die Nachfrage nach Hypothekarkredit senken. Ob er freilich bindend ist und dadurch auch die totale Kreditnachfrage dieser Haushalte sinkt, ist eine andere Frage, können doch namentlich die reicheren Haushalte u.U. auf Lombardkredite und grundsätzlich alle Haushalte auf "mortgage refinancing" bzw. "home equity lending" ausweichen [11]. Hat der Haushalt wirklich keine Substitutions- und Umgehungsmöglichkeiten, so sinkt die Kreditnachfrage von Seiten der potentiellen neuen Wohninvestoren. Gleichzeitig bedeutet die Tilgung auf dem Bestand, dass die Altschuldner vom Wettbewerb um den Kreditfundus zunehmend ausgeschlossen werden. Alles in allem resultiert eine Abnahme der Nachfrage nach Hypotheken beim gegebenen Zinssatz. Hoffnung Nr. 2 nimmt nun an, das Hypothekarkreditangebot sei unelastisch, sodass der Zinssatz unter dem Einfluss der gesunkenen Nachfrage sinken würde, und neue Investoren "an die Reihe" kämen, die bisher infolge beschränkter Zahlungsfähigkeit oder -bereitschaft keinen Hypothekarkredit erhalten konnten. In Wirklichkeit werden sie jedoch weiterhin draussen bleiben, weil das Angebot infolge der Vernetzung aller Kapitalmarktsegmente auf dem Hypothekarmarkt nicht unelastisch, sondern im Gegenteil sehr elastisch ist. Der Zinssatz wird nicht spürbar sinken, wohl aber das Gleichgewichts-Hypothekarkreditvolumen.

Soviel zur langfristigen Wirkung des Tilgungsobligatoriums. Wie ist die Schock-Wirkung einer unverhofften Einführung dieses Zwangs? Die plötzliche Kreditrestriktion würde wohl eine erhebliche Störung des Marktes erzeugen und zahlreiche Investoren in eine ernsthafte Liquiditätskrise stürzen - alles Ereignisse, die ebenfalls nicht geeignet sind, das Kreditvolumen zu steigern und den Realzinssatz zu senken. Die Banken würden ungefähr im Gleichschritt mit den zurückbezahlten Krediten Einlagen verlieren; denn mit irgendetwas müssen die Schuldner die Kredite ja tilgen - auch dies keine offensichtliche Förderung von Wohnungsbau und Wohneigentum.

Auch aus einem weiteren Grund bewirkt eine willkürliche Tilgungsvorschrift gravierende Ineffizienzen am Kapitalmarkt. Das Grundpfand trägt - wie oben gezeigt - erheblich zur Perfektionierung des Kapitalmarktes bei. Eine wirklich bindende Amortisationspflicht läuft auf die Sperrung eines erheblichen Teils der besten Pfänder und auf eine mechanische Eigenkapitaleinschusspflicht hinaus. Dieses künstliche "margin requirement" bemisst sich nicht nach Massgabe des wirklichen Pfandwerts, sondern allein nach Massgabe des völlig irrationalen Kriteriums "Alter des Kredits". Letztlich bedeutet die willkürliche Tilgungsvorschrift nichts anderes, als den Ausschluss eines erheblichen Teils des Immobilienvermögens von der Verpfändung.

Diese künstliche "Verunsicherung" des Kreditmarktes kann nicht ohne Auswirkungen auf die Zinsspanne bleiben. Eine solche Mechanik kann nur zu einer Verschlechterung der Kapitalzuteilung, d.h. zu einer Verschwendung von Kapital und einer Fehlallokation von Risiken führen.

All dies sind keine Argumente gegen die Amortisationshypothek an sich, falls diese sich im Wettbewerb als lebens- und konkurrenzfähig erweist, wohl aber gegen die behördlich dekretierte Amortisationshypothek, die sich nur wegen des staatlichen Zwangs gegen die Marktkräfte durchzusetzen vermag.

Die Überlegungen zeigen aber, wo die wirklichen Herausforderungen des Hypothekarmarktreformers liegen. Die Frage ist nicht, wie der Hypothekarkredit rationiert werden kann, sondern vielmehr, ob der Markt nicht noch flexiblere Finanzierungsformen entwickeln sollte und könnte, z.B. Hypotheken, die dem Investor zu Beginn sogar noch den Zins stunden.

Das Fazit aus dieser Diskussion muss lauten: Wenn und insofern der staatliche Tilgungszwang bindend ist und - wie beabsichtigt - auf Spar- und Konsumpfade der Haushalte durchschlägt, bewirkt er keine Förderung, sondern eine Behinderung von Wohnungsbau und Eigenheiminvestition.

6. Die Wirkung der Neuerungen auf dem Hypothekarmarkt

Irrtum Nr. 11:

Neue Formen der Hypothekarfinanzierung hätten erhebliche wirtschaftliche und soziale Vorteile gegenüber den bestehenden Formen des Grundpfandkredits.

Wir haben keinen Grund zur Annahme, dass in der Immobilienfinanzierung schon alles erfunden ist, was erfunden werden könnte. Namentlich verfügt der schweizerische Markt sicher noch nicht über alle in der Zukunft marktfähigen Instrumente.

Die Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt - die verschärften Zinsschwankungen, die höhere und unregelmässige Inflation - schaffen eine Nachfrage und ein Angebot für einen grösseren Fächer von Hypothekarmodellen, als bislang in der Schweiz angeboten wurde. Auch auf der Angebotsseite werden der Wettbewerb und die zwiespältigen Erfahrungen der Banken mit den bisherigen Modellen ihre Spuren hinterlassen und generell zur Entwicklung einer neuen Generation von Hypothekarkontrakten führen, die sich von den alten durch sorgfältigere Kalkulation der vielfältigen Rechte und Pflichten unterscheiden wird. Wo eine Nachfrage besteht, die bereit ist, den Marktpreis für eine Dienstleistung zu bezahlen, wird auch ein Angebot entstehen. Es werden sich Klientelen bilden, die einzelne Instrumente nachfragen, und Institutionen, die diese Instrumente bereitstellen. Dass sich jedoch dadurch der Hypothekarkredit verbilligen wird, ist eine Illusion. Vielmehr werden die vielfältigen Rechte und Pflichten (Amortisation, Zinssatzformel, Maxima, Minima, Kündigungsklauseln etc.) je einzeln ihren expliziten Marktpreis oder ihren impliziten Schattenpreis finden. Für jeden Vorteil, für jeden Komfort wird der Schuldner in irgendeiner Form den Marktpreis zu bezahlen haben; desgleichen der Gläubiger. Sicher ist nur, dass es auf diesem Markt weniger denn je irgendetwas gratis geben wird.

Insbesondere werden viele Hypothekarschuldner, die sich noch nicht daran gewöhnt haben, auch das Kleingedruckte zu lesen, Gelegenheit haben, das zu

korrigieren, was man vielleicht als Irrtum Nummer 11a bezeichnen sollte, nämlich die irrige Meinung, eine traditionelle Hypothek oder eine schon fast traditionelle fünfjährige Festhypothek sei ein langfristiges, ja ewiges Darlehen. Die traditionelle Hypothek ist ein beidseitig kündbares Darlehen und die Festhypothek ein befristetes. Auf mehr hat keiner der Kontrahenten Anspruch, denn auf diesen Parametern beruht der Preis, und wer mehr fordert, hofft insgeheim, etwas für nichts zu kriegen. Die Kündigung des bisherigen Zinssatzes, bzw. der Ablauf der Frist wirft Schuldner und Gläubiger auf den Kapitalmarkt. Daran ist weder ethisch noch ökonomisch das geringste auszusetzen, denn auf diese Bedingungen, Rechte und Pflichten bezog sich der Preis, ihnen haben beide Kontrahenten zugestimmt, und ihnen haben sie sich nach Treu und Glauben zu beugen. Wer mehr Komfort will, muss auf dem Kapitalmarkt einen Kontrahenten suchen, der den gewünschten Kontrakt offeriert oder akzeptiert, und muss dafür eine Prämie bezahlen.

Neben Neuerungen, welche die Rolle der Banken im Hypothekargeschäft unangetastet lassen und nur Modellwechsel und Modelldiversifikation erfordern, ist es auch denkbar, dass Institutionen entstehen, welche die Hypothekarkredite in geeigneter Weise zusammenfassen und verbrieften, so dass diese Darlehen überhaupt aus der Bankbilanz ausgelagert werden. Für solche grundpfandgesicherten Papiere könnte sich unter günstigen institutionellen Bedingungen ein liquider Sekundärmarkt bilden. Ein durch eine Vielzahl von Hypothekarinstrumenten veredelter Kapitalmarkt bedeutet für die Investoren primär nicht eine Senkung der realen, investitionsrelevanten Kapitalkosten. Eine solche würde letztlich eine Senkung des allgemeinen Realzinsniveaus voraussetzen, was aufgrund des doch recht beschränkten Radius der Neuerungen nicht zu erwarten ist. Der perfektionierte Kapitalmarkt garantiert auch nicht, dass Festhypothekarschuldner zu tiefen Zinssätzen Anschlussfinanzierungen finden. Aber er garantiert die bestmögliche Allokation des volkswirtschaftlichen Kapitals und des unvermeidbaren Risikos. Und er gewährleistet im höchst

möglichen Masse, dass jeder, der die Marktkonditionen erfüllt, jederzeit zu momentan herrschenden nichtdiskriminatorischen Marktbedingungen Zugang zum volkswirtschaftlichen Kreditfundus erhält.

7. Pensionskassen als Hypothekarkreditinstitute

Irrtum Nr. 12:

Die Pensionskassen könnten einen Beitrag zu einer "liberalen" Eigentumspolitik oder zu einer "sozialen" Mietzinspolitik leisten, ohne ihre Mitglieder zu schädigen.

Diese These fusst letztlich auf der äusserst heimtückischen Annahme, dass das Vermögen einer Vorsorgeeinrichtung dem Staat gehöre und deshalb für beliebige, im Moment vorwiegend eigentums- und sozialpolitische Zwecke mitgenutzt werden könne. Das Kapital der Pensionskassen gehört jedoch ökonomisch gesehen den Mitgliedern, nicht dem Staat. Erste Pflicht des Pensionskassenmanagers ist es deshalb, das Kapital so anzulegen, dass er die gesetzlichen und statutarischen Ansprüche der Versicherten vollumfänglich und fristgerecht erfüllen kann. Zum Schutze der Mitglieder sind dem Manager gesetzliche und eventuell statutarische Anlagebeschränkungen auferlegt. Innerhalb dieses Rahmens ist es seine vornehmste, schwierigste und einzige Aufgabe, bei gegebenen Beitragssätzen unter Inkaufnahme sinnvoller Risiken die Leistungen an die Mitglieder zu maximieren, bzw. bei gegebenen Leistungen der Kasse die Beitragszahlungen zu minimieren. Die Übernahme anderer Aufgaben kommt einer Zweckentfremdung und Teilenteignung aller oder einzelner Mitglieder gleich.

Die Enteignung kann durch drei verschiedene Kanäle vor sich gehen:

1. Der offensichtlichste Enteignungskanal ist die Einräumung von Vorteilen an bestimmte Gruppen in der Form günstigerer Bedingungen, als sie der Markt offeriert. Der Phantasie im Entwickeln solcher mehr oder weniger auffälliger Vorteile sind keine Grenzen gesetzt. Solche Vorzugsbedingun-

gen sind z.B. Vorzugszinssätze; dazu gehören aber auch die Einräumung von grösserer, nicht marktkonform abgegoltener Zinssatzsicherheit, die vertragliche, gesetzliche oder rein faktische Unkündbarkeit, die Gewährung von längeren Kündigungsfristen und nicht zuletzt auch die Anwendung von Althypothekensätzen auf Geschäfte, auf welche der Markt Neuhypothekensätze anwendet oder die Orientierung an teilweise manipulierten Kantonalbanksätzen. Der "liberale" Vorschlag, die Pensionskassenmittel für die Eigentumsförderung einzusetzen, begünstigt die Immobilieneigentümer unter den Mitgliedern zulasten der Mieter, also z.B. die Professoren zulasten des Sekretariatspersonals. Der "soziale" Vorschlag, Mietobjekte zu Vorzugskonditionen zu finanzieren, kommt einer Enteignung aller Mitglieder zugunsten von Nichtmitgliedern gleich.

2. Eine subtilere Art der Enteignung ist der partielle Entzug der Portefeuillesouveränität. Diese Art der Enteignung könnte theoretisch sogar dann erfolgen, wenn die Kreditkonditionen von perfekter Marktkonformität wären, nämlich dann, wenn die Kasse infolge des Verlustes ihrer Portefeuillesouveränität (und eine solche liegt immer vor, wenn das Selbstbedienungsprinzip gilt) zu einer suboptimalen Zusammensetzung ihres Portefeuilles gezwungen wird. Es sind dies Effizienzverluste, die zwar allen Mitgliedern schaden, aber niemandem nützen. Sie sind im echten Sinne Zusatzlasten der Politikintervention in die Pensionskassenportefeuilles. Die Gefahr ineffizienter Portefeuillezusammensetzung ist namentlich dann akut, wenn dem einzelnen ein klagbares Recht auf Hypothekarkredite von Vorsorgeeinrichtungen eingeräumt wird.

3. Die dritte, ebenfalls versteckte Art der Enteignung ist die Auferlegung unverhältnismässiger Verwaltungskosten für komplizierte, gesetzlich definierte Vertragsmodelle.

Alle diese selektiven Begünstigungen und Ineffizienzen führen für die Kassenmitglieder zu höheren Beiträgen bei gegebenen Leistungen bzw. zu tieferen Leistungen bei gegebenen Beitragssätzen.

Aus diesen Überlegungen sollte nicht gefolgert werden, dass es den Pensionskassen verwehrt sein sollte, Hypothekarkredite zu gewähren. In einem diversifizierten Pensionskassenportefeuille kann ein beschränktes Volumen solcher Kredite zu Marktkonditionen durchaus sinnvoll sein. Der Kassenmanager muss sich jedoch bewusst sein, dass Hypotheken für ihn, namentlich wenn sie zu Vorzugsbedingungen an eigene Mitglieder gehen, praktisch Mausefallen sind. Sie sind vermutlich die illiquideste Anlage, die eine Kasse vornehmen kann. Daran wird sich erst etwas ändern, wenn ein liquider Markt für verbrieft, standardisierte Hypothekarforderungen besteht.

Aus den Überlegungen folgt nur, dass eigentumspolitische und allgemein sozialpolitische Gesichtspunkte keine Rolle spielen dürfen. Denn entweder bewirken Massnahmen in dieser Richtung nichts oder sie enteignen - meist auf allen drei Wegen gleichzeitig - die Versicherten. Man kann ohne Übertreibung das Theorem formulieren: Der Versuch, mit den Pensionskassen Sozial-, Eigentums- oder andere Politik zu treiben, unterspült direkt oder indirekt den sozialpolitischen Zweck, für den diese Institutionen geschaffen wurden und existieren und kommt einer Enteignung der Mitglieder gleich.

Schlussbemerkung

Die Geschichte kennt viele Beispiele, wo segensreiche und anpassungsfähige Institutionen unter dem Ansturm populärer Illusionen und der darauf basierenden Wehleidigkeit wegreformiert wurden. Die heimtückischste Hypothek in einer Periode der Reform ist die Althypothek der Illusionen. Wenn die vorliegende Hitparade der Irrtümer etwas taugt, und nicht bloss die Irrtümer des Autors offenbart, dann leistet sie vielleicht einen Beitrag zur Tilgung dieser unsichtbaren, aber deshalb nicht weniger drückenden Altlast. Die Nichttilgung dieser Althypothek könnte die Schweiz teuer zu stehen kommen.

“Worry we should, ... , but about the serious problems confronting us... Let us not waste our limited worrying capacity on second-order and largely self-correcting problems...”

Merton H. Miller

Fussnoten

- [1] Diesem Argument wird häufig entgegengehalten, der Eigenmietwert anderer Vermögensgegenstände (Segelyacht, Kunstgegenstände, Automobile, Möbel usw.) werde schliesslich auch nicht besteuert. Das trifft zu und bildet in der Tat eine Unvollständigkeit der Einkommensbesteuerung. Diese Ausnahmen sind nicht systematisch zu rechtfertigen. Ihre Rechtfertigung basiert allein auf pragmatischen Überlegungen der Erhebungs- und Bewertungsökonomie. Sie liefern jedoch keinen Grund dafür, die pragmatisch gebotene Ausnahme zur Regel zu erklären.
- [2] Die Frage ist offen, ob eine Einkommensteuer mit ihrer systematischen Schlagseite zugunsten des Konsums und gegen die Ersparnis eine sinnvolle Steuer sei. Hat man aber eine Einkommensteuer - vielleicht, weil man sie für besonders gerecht hält - so kann man nicht mehr darüber diskutieren, ob ein geldwerter Nutzen, wie es der Wohnnutzen aus eigener Liegenschaft ist, ein Einkommensbestandteil sei oder nicht. Der Umstand, dass dieser Nutzen "in natura" anfällt, ändert an der Einkommensqualität nicht das geringste. Andere Natural-einkommen gehören auch zum Einkommen (fringe benefits, Kost und Unterkunft beim Arbeitgeber etc.).
- [3] ULRICH (1986), pp. 387-420.
- [4] ULRICH (1991).
- [5] Eine neuere Studie hat dieses Muster erneut belegt: BUNDESAMT FÜR KONJUNKTURFRAGEN (1991), pp. 48-60, 85-96.
- [6] Die Studie des BUNDESAMTS FÜR KONJUNKTURFRAGEN (1991, pp. 39-47) hat diesen Zusammenhang erneut belegt.
- [7] Eine gute Darstellung von Wohnungs-, Erstellungs- und Hypothekarmarkt liefert WASSERFALLEN (1979).
- [8] Indirekter Beleg für den Mangel an Anhaltspunkten ist der Umstand, dass der Preisüberwacher über ein Jahr nach Aufnahme der Ermittlungen noch keinen Befund publizieren konnte.
- [9] MILLER (1991), pp. 479-488.
- [10] Die Hypothekarverschuldung beträgt ca. 400 Mrd. Franken und der Assekuranzwert der Gebäude ca. 1200 Mrd. Franken. Es mag sein, dass der Assekuranzwert eher etwas hoch angesetzt ist; andererseits ist im vorliegenden Zusammenhang zu berücksichtigen, dass die Feuerversicherung nur die Gebäude betrifft, während die Grundpfänder Gebäude und Boden einschliessen. Quelle: SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK (1991), p. 10; GABATHULER/WÜEST (1989), p. 10.
- [11] "Mortgage refinancing": Kündigung einer Tilgungshypothek vor der totalen Rückzahlung zwecks Errichtung einer neuen, oft höheren Hypothek. "Home equity lending": Belehnung des amortisierten Teils des Grundpfandes.

Literatur

- BUNDESAMT FÜR KONJUNKTURFRAGEN (1991): "Teuerung bei Inlandgütern - Vorstudie über Wohnungsmieten und Mieterschutzbestimmungen", Studie Nr. 14, Bern.
- GABATHULER, CH. und H. WÜEST (1989): "Bauwerk Schweiz", Zürich.
- MILLER, M.H. (1991): "Leverage", Journal of Finance 46, pp. 479-488.
- SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK (1991): "Das Schweizerische Bankwesen im Jahre 1990", Zürich.
- STIGLER, G.J. (1971): "The Theory of Economic Regulation", Bell Journal of Economics and Management Science 1, pp. 137-146.
- ULRICH, P. (1981): "Transformation der ökonomischen Vernunft", Haupt, Bern & Stuttgart.
- ULRICH, P. (1991): "Hypomarkt braucht neue Ideen", Interview in "Die Ostschweiz" vom 22.2.91, p. 5.
- WASSERFALLEN, W. (1979): "Wohnungsmarkt und Kreditmärkte", Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 115, pp. 139-152.