

*Working Papers*



Technische Hochschule  
Ingolstadt

*Zukunft in  
Bewegung*



*Jörg Clostermann  
Franz Seitz*

***Immobilienkredite in Deutschland  
und der Schweiz: Die Rolle von  
Zinsen und Zinsbindung***

***Abstract***

Wir vergleichen Immobilienkredite in Deutschland und der Schweiz im Hinblick auf Zinskonditionen und Zinsbindung seit Anfang der 1960er Jahre. Speziell stehen der Anteil fixer versus variabler Zinsen, die effektive Zinsbelastung und die Laufzeit des Kredites im Vordergrund. Wir finden, dass in beiden Ländern eine Finanzierung mit variablen Zinsen vorteilhaft ist. Allerdings ist dieser Vorteil in der Schweiz weit weniger ausgeprägt. Dagegen ist die Volatilität der tatsächlich realisierten Finanzierungskosten in Abhängigkeit vom gewählten Startzeitpunkt in beiden Ländern ähnlich. Die Liquiditätsanspannung bei Immobilienkrediten mit variablem Zins ist infolge volatiler Rückzahlungsraten für die Kreditnehmer in der Schweiz erheblich stärker. Insgesamt sind die Bedingungen in einem Land nicht ohne weiteres auf das andere zu übertragen.

**Key Words**

Zinsbindung, Zinsspread, variable Zinsen, Immobilienkredit

JEL: E43, E47, G21



*Jörg Clostermann  
Franz Seitz*

***Immobilienkredite in Deutschland  
und der Schweiz: Die Rolle von  
Zinsen und Zinsbindung***

***Abstract***

We compare fixed-rate and adjustable-rate loans (mortgages) in Germany and Switzerland with respect to interest rate conditions and interest rate fixation since the beginning of the 1960s. Of special interest are the share of fixed compared to adjustable rate contracts, the effective interest burden and the terms to maturity. We find that in both countries a financing with variable interest rates is premature. However, this advantage is far less pronounced in Switzerland. By contrast, the volatility of actual financing costs, depending on the chosen starting point, is similar in both countries. The liquidity strain on variable rate real estate loans is much stronger as a result of volatile repayment rates for borrowers in Switzerland. Overall, the conditions in one country are not easily transferred to the other.

Key Words

Zinsbindung, Zinsspread, variable Zinsen, Immobilienkredit

JEL: E43, E47, G21

# Immobilienkredite in Deutschland und der Schweiz: Die Rolle von Zinsen und Zinsbindung<sup>1</sup>

von

Jörg Clostermann, Franz Seitz

## 1 Einleitung, Problemstellung, Überblick

In der Schweiz muss der geldwerte Vorteil selbstgenutzten Wohneigentums (= „gesparte“ Miete) versteuert werden. Im Gegenzug dürfen Fremdfinanzierungskosten vollständig steuerlich als Ausgaben angesetzt werden. Aus diesem Grund ist der Tilgungsanteil eines Immobilienkredits in der Schweiz erheblich geringer als in Deutschland. Teilweise wählt man dort sogar als Kredit ein sogenanntes Endfälligkeitsdarlehen. Hier wird erst am Ende der Kreditlaufzeit auf einem Schlag vollständig getilgt. In Deutschland dominiert das Annuitätendarlehen mit einer fixen Zinsbindung, in der Regel 10 Jahre. Dies beschert dem deutschen Kreditnehmer gleichbleibende Raten, die er in festen Intervallen, meistens monatlich, an die Bank über die gesamte Zinsbindungsdauer zurückzahlen muss. Auch in der Schweiz sind die meisten Immobilienkredite mit einem festen Zins ausgestattet. Allerdings ist der Anteil mit rund 80% geringer als in Deutschland (siehe Abbildung 1), wo derzeit über 90% der neu vergebenen Immobilienkredite mit festen Zinsen versehen sind.

---

<sup>1</sup> Das Papier basiert auf einem Projekt, das im Rahmen einer Kooperation mit der Raiffeisen Schweiz Zürich durchgeführt worden ist. Wir danken Alexander Koch für die wertvollen Hinweise sowie die fruchtbare Zusammenarbeit.

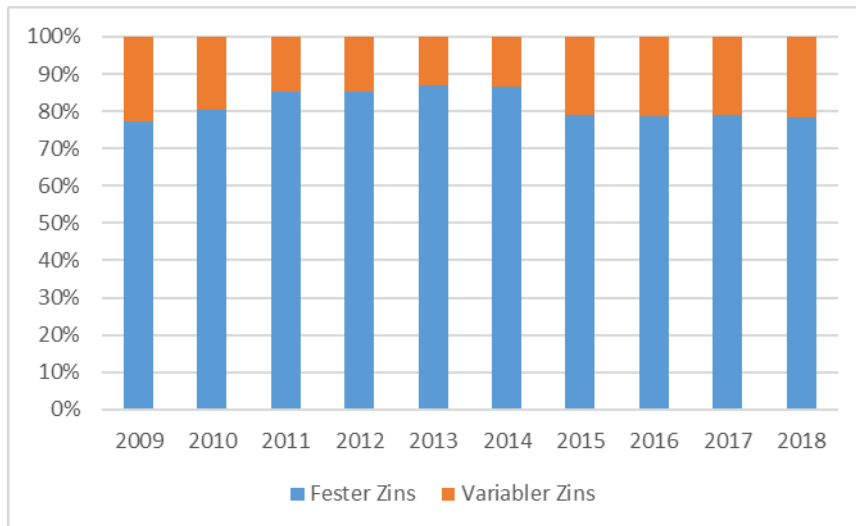


Abb. 1: Hypothekarforderungen von Schweizer Banken gegenüber Inländern.

Quelle: Schweizerische Nationalbank.

Clostermann & Seitz (2018; 2019) finden starke empirische Hinweise dafür, dass den Deutschen die Präferenz für eine längerfristige Zinsbindung bei Immobiliendarlehen teuer zu stehen kommt bzw. Immobilienkredite mit festen Zinsen erheblich höhere Finanzierungskosten als Immobilienkredite mit variabler Verzinsung aufweisen. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob diese Befunde analog für andere Länder gelten. Wir wählen mit der Schweiz ein Nachbarland Deutschlands aus, in dem die Kreditnehmer einen höheren Anteil der Kredite mit variabler Verzinsung wählen. Ziel dieser Arbeit ist es, die Finanzierungskosten für Immobilienkredite mit festen und variablen Zinsen zwischen der Schweiz und Deutschland, zwei Ländern mit in der Vergangenheit sehr niedrigen Inflationsraten, historisch zu vergleichen.

Wir finden, dass in beiden Ländern eine Finanzierung mit variablen Zinsen vorteilhaft ist. Allerdings ist dieser Vorteil in der Schweiz weit weniger ausgeprägt. Dagegen ist die Volatilität der tatsächlich realisierten Finanzierungskosten in Abhängigkeit vom gewählten Startzeitpunkt in beiden Ländern ähnlich. Die Liquiditätsanspannung bei Immobilienkrediten mit variablem Zins ist infolge volatiler Rückzahlungsraten für die Kreditnehmer in der Schweiz erheblich stärker. Das Papier ist folgendermaßen aufgebaut. Das anschließende Kapitel 2 gibt einen kurzen Literaturüberblick zum Thema. Abschnitt 3 widmet sich den Bestimmungsfaktoren des Kreditzinses. Abschnitt 4 beschreibt die verwendeten Daten und enthält die eigentliche empirische Untersuchung mit vergleichenden Ergebnissen. Teil 5 fasst zusammen und zieht einige Schlussfolgerungen.

## 2 Literatur zum Thema

Einen Überblick über Wohnungsmarktstrukturen in OECD Ländern geben Andrews et al. (2011) sowie Andrews & Sánchez (2011). Badarinza et al. (2017) stellen zunächst fest, dass die Wahl einer festen Zinsbindung gegenüber einer variablen Verzinsung bei Immobilienfinanzierungen international sehr unterschiedlich ist.<sup>2</sup> Uneinigkeit herrscht allerdings in der Literatur darüber, wie die Kosten von ARMs im Vergleich zu FRMs (ex-ante) tatsächlich bestimmt werden (Badarinza et al., 2016, 23). Dabei wird zwischen einer vergangenheitsorientierten Regel, nach der die durchschnittliche Belastung bei ARMs festgelegt wird, dem aktuellen ARM-Satz (bei liquiditätsbeschränkten Haushalten) und einer kurzfristig vorausschauenden Bestimmung des ARM-Satzes (höchstens ein Jahr) differenziert.<sup>3</sup> Die entsprechenden Konditionen werden dann dem vorherrschenden FRM-Satz gegenübergestellt. Badarinza et al. (2017) finden eine sowohl länder- als auch zeitabhängige Entscheidung. In allen untersuchten Ländern spielt für die privaten Haushalte der *aktuelle* Zins eine entscheidende Rolle (siehe auch Basten et al., 2017; EZB, 2007, für das Euro-Währungsgebiet). Jedoch nimmt die Bedeutung der gesamten Kosten über die Laufzeit des Darlehens (vorausschauendes Verhalten) im Zeitverlauf zu. Die Nachfrage nach längeren Zinsbindungsfristen nimmt dabei mit einem geringeren Spread zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen zu.<sup>4</sup>

Die Mehrzahl der wissenschaftlichen Untersuchungen bezieht sich auf die USA. Badarinza et al. (2016, Kap. 6) weisen in ihrer Mehrländerstudie jedoch ausdrücklich darauf hin, dass aufgrund unterschiedlicher institutioneller Gegebenheiten die Ergebnisse für ein Land nur schwerlich auf ein anderes zu übertragen sind. Der Anteil von ARM zu FRM variiert mit dem regulatorischen Umfeld, der in der Vergangenheit vorherrschenden Schwankungen der Inflation und den Regelungen zur Hypothekenfinanzierung auf der Anbieterseite. Ehrmann & Ziegelmeier (2017) ergänzen diese Determinanten noch um das makroökonomische Umfeld in Form der konjunkturellen Lage, des Zinsspreads und der Arbeitslosigkeit. Speziell im Euro-Währungsgebiet nehmen ARMs wegen Zinssenkungserwartungen in Boomphasen, bei einem hohen Zinsspread infolge des Zinsvorteils und geringen Schwankungen der Arbeitslosenquote

---

<sup>2</sup> Mugerma et al. (2016) zeigen, dass bei dieser komplexen Entscheidung verhaltenswissenschaftliche Aspekte, vor allem Verfügbarkeits- und Repräsentativitätsheuristiken eine wichtige Rolle spielen. Dadurch gewinnen Änderungen des Kurzfristzinses an Bedeutung.

<sup>3</sup> Vorstellbar wäre auch, aus der Zinsstruktur oder Terminzinsen Prognosewerte abzuleiten.

<sup>4</sup> Siehe dazu auch EZB (2007) und Ehrmann & Ziegelmeier (2017) für das Euro-Währungsgebiet sowie Kojien et al. (2009), die allerdings darauf verweisen, dass in den USA durch die bessere Abbildung von Risikoprämien der Bondspread ein validerer Indikator als der Laufzeitenspread ist.

aufgrund eines verringerten Arbeitslosigkeitsrisikos zu. Etliche Papiere verweisen darauf, dass persönliche Charakteristika des potenziellen Schuldners die Wahl zwischen ARMs und FRMs beeinflussen. Dabei gilt es zwischen Risiko und Kosten abzuwägen. Generell steigt der ARM-Anteil mit steigendem Einkommen (z. B. Ehrmann & Ziegelmeyer, 2017). Rampini & Viswanathan (2016) finden jedoch heraus, dass auch ärmere Haushalte ARMs bzw. kürzere Zinsbindungsfristen unter Umständen präferieren (siehe auch Campbell & Cocco, 2015), obwohl aus Risikogesichtspunkten eine längere Zinsbindungsfrist vorteilhaft wäre. Für derartige Haushalte tritt wegen Liquiditätsbeschränkungen das Risikomanagementmotiv gegenüber dem Finanzierungsmotiv in den Hintergrund, d. h. der Transfer von Ressourcen von der Zukunft in die Gegenwart ist für sie wichtiger als eine Glättung der Zahlungsströme über unterschiedliche Umweltzustände hinweg. Diese Schlussfolgerungen stehen im Einklang mit der Tatsache, dass die größten Kreditausfälle nach dem Platzen der Immobilienpreisblase in den USA, Irland und Spanien bei Krediten mit variabler Verzinsung auftraten. Campbell & Cocco (2003) betonen die wichtige Rolle der allgemeinen Preisentwicklung, da bei Inflationsunsicherheit Kontrakte mit fester Zinsbindung einen schwankenden Realwert besitzen, während kurzfristig anpassungsfähige Zinskonditionen zu einem fixen Realwert führen, allerdings verbunden mit kurzfristig variablen Zahlungsverpflichtungen. In einem theoretischen Modell zeigen sie anhand von Simulationen, dass ARMs generell vorzuziehen sind. Dies gilt aber nur eingeschränkt für risikoaverse Haushalte mit großen Hypothekenvolumina, einem riskanten Einkommen, hohen Insolvenzkosten und/oder hoher Immobilität, da diese überdurchschnittlich hohe Risikoprämien zu tragen haben.<sup>5</sup> Paiella & Pozollo (2007) arbeiten dem gegenüber heraus, dass risikobezogene Haushaltscharakteristika die Entscheidung zwischen unterschiedlichen Zinsbindungen nicht erklären können. Diese wird vielmehr vom relativen Preis der Hypotheken und eventuellen Liquiditätsbeschränkungen bestimmt. Liquiditätsbeschränkte Haushalte präferieren flexible Zinskonditionen, wenn dadurch die anfänglichen Zahlungen niedrig sind. Tendenziell übersehen diese Haushalte die Gesamtkosten der Hypothek und unterschätzen das Risiko steigender Zinsen. Auf der anderen Seite überschätzen die Kreditgeber dieses Risiko, sodass die Hypothekenschuldner letztlich einen hohen Preis für die anfänglich niedrigen vertraglichen

---

<sup>5</sup> Campbell & Cocco (2015) präsentieren ein Modell mit Hypothekeninsolvenzen, die von diesen persönlichen Charakteristika abhängen. Ihr Modell erklärt die höheren Ausfall- bzw. Insolvenzquoten bei ARMs mit der Attraktivität derartiger Verträge für Haushalte mit höherem Arbeitseinkommensrisiko, speziell in Phasen steigender Zinsen und Preise. Die jeweilige Insolvenzwahrscheinlichkeit hängt vom ursprünglichen Zinsniveau ab: Bei ARMs (FRMs) ist sie am höchsten bei ursprünglich niedrigen (hohen) Zinsen (siehe auch IWF, 2004, Box 2.2).

Leistungen zahlen. Damit widersprechen die Ergebnisse von Paiella & Pozollo (2007) der Effizienzmarkthypothese.

In einem ähnlichen Kontext präsentieren Basten et al. (2017) ein Modell für die Schweiz, welches die Kreditnachfrage der Haushalte und das Kreditangebotsverhalten der Banken modelliert. Sie betonen, dass die gewählte Zinsbindung von Banken und Haushalten zusammen festgelegt werden (ähnlich Foà et al., 2015; EZB, 2007, 45). Die Haushalte sind dabei offensichtlich und in Einklang mit Badarinza et al. (2017) sowie EZB (2007) vor allem an der Minimierung der aktuellen Hypothekenkosten interessiert (ebenfalls IWF, 2004, Box 2.2). Die Banken dagegen wägen ihr eigenes Zinsrisiko gegenüber der Schuldentragfähigkeit des Schuldners und dem Kreditrisiko ab. Dabei berücksichtigen sie das institutionelle Umfeld (z. B. gesetzliche Beschränkungen von Ausleihungen und Finanzierungen, insolvenzrechtliche und Rechnungslegungsvorschriften) und Marktcharakteristika (z. B. Entwicklung der "Covered Bond-Märkte, Mortgage Backed Securities etc.) (IWF, 2004, Box 2.2).

Insgesamt kann festgehalten werden, dass über die Vorteilhaftigkeit von FRMs im Vergleich zu ARMs keine generellen Aussagen getroffen werden können. Sie hängt von Charakteristika der Kreditnehmer, dem Preissetzungsverhalten der Banken, institutionellen Gegebenheiten und makroökonomischen Bedingungen ab.

### **3 Bestimmungsfaktoren des Kreditzinses bei Immobilienkrediten in der Schweiz**

Anders als für Deutschland gibt es für die Schweiz detaillierte Informationen über Laufzeit und Zinsbindung von Immobilienkrediten (siehe Abbildung 2). In der Regel hat der Kreditnehmer in der Schweiz grundsätzlich die Möglichkeit, neben der Laufzeit auch noch die Option zu wählen, ob er diesen Kredit mit einem festen Zins oder einem variablen Zins ausgestaltet haben möchte. Aus der Abbildung ist erkenntlich, dass seit Ende 2008 die Kredite mit variablen Zinsen am teuersten sind und die Zinsen sich kaum ändern. Sie verharren seither auf einem relativ hohen Niveau von etwa 2,8 %. Die Flexibilität aus Sicht der Kreditnehmer bzw. das Risiko aus Sicht der Bank haben also ihren Preis. Die niedrigsten Zinsen finden sich bei den Immobilienverträgen, die an den Geldmarktsatz (Libor) gebunden sind. Sie sind seit der Finanz- und Eurokrise auch deutlich gesunken und pendeln seit Jahren um ein Niveau von ca. 1 %. Die Zinssätze von Krediten mit fester Laufzeit und fixer Verzinsung haben inzwischen aber auch fast diese Größenordnung erreicht.



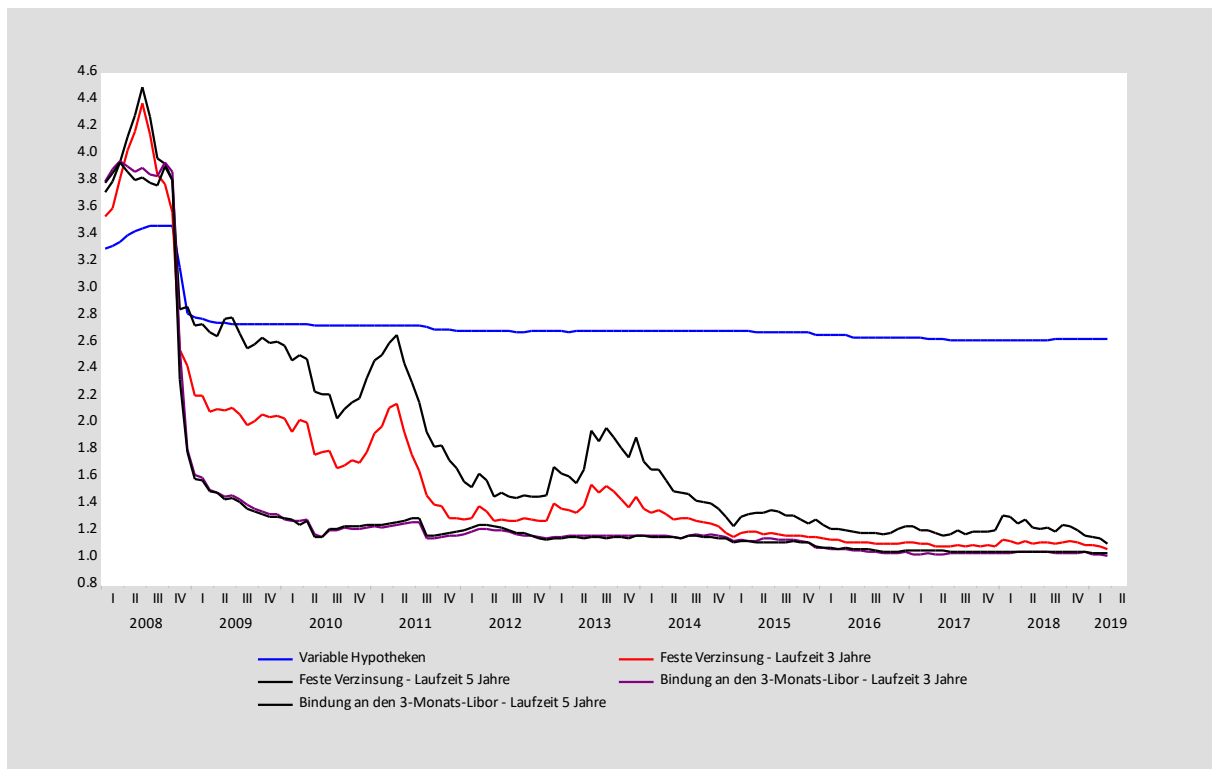


Abb. 2: Zinssätze für Immobilienkredite mit einer Laufzeit von 3 und 5 Jahren in der Schweiz, Neugeschäfte (in %)

Quelle: Schweizerische Nationalbank.

In Abbildung 3, welche den Zins für Immobilienkredite mit 5-jähriger Laufzeit und festem Zins dem Zins für 5-jährigen Schweizer Staatsanleihen gegenüberstellt, fällt die hohe Parallelität zwischen beiden Zinssätzen auf. Ökonometrische Schätzungen zeigen, dass beide Zinsen kointegriert und proportional zueinander sind (siehe Anhang). Der Aufschlag auf den Kreditzins ist stationär (mean reverting) und beträgt im Mittel rund 140 Basispunkte.

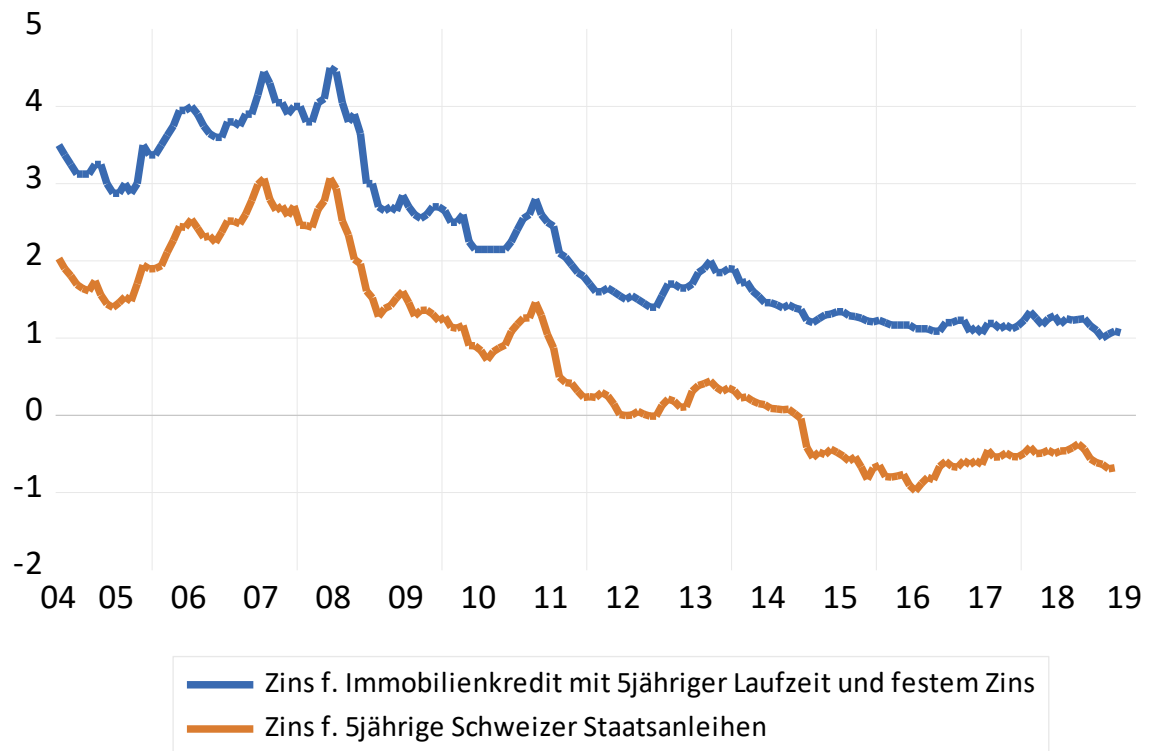


Abb. 3: Zins für Immobilienkredit mit 5-jähriger Laufzeit und festem Zins in der Schweiz und Zins für 5-jährige Schweizer Staatsanleihen. Quelle: Schweizerische Nationalbank.

Die Zinsen bei Immobilienkrediten mit variablem Zins orientieren sich dagegen stark am Geldmarkt (siehe Abbildung 4). Auch hier ist eine eindeutige Parallelität zwischen Geldmarktzins und Kreditzins zu beobachten. Ökonometrische Schätzungen (siehe Anhang) dokumentieren eine Proportionalität zwischen diesen beiden Zinssätzen und eine stabile Kointegrationsbeziehung.

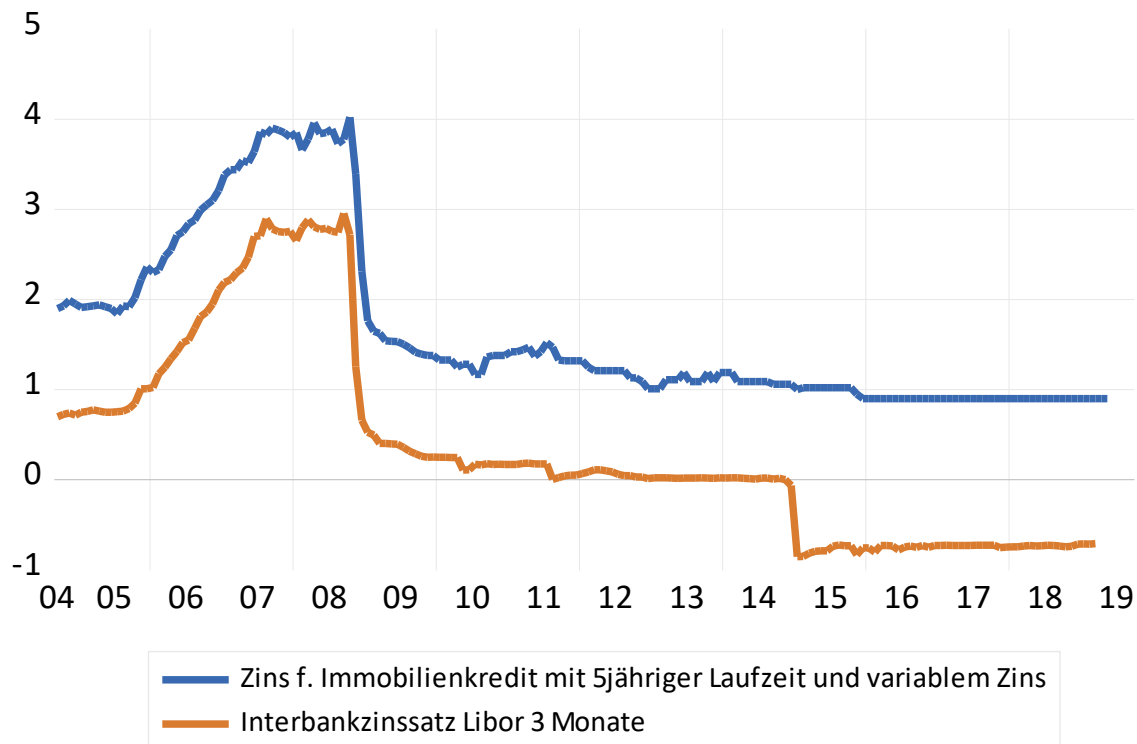


Abb. 4: Zins für Immobilienkredit mit 5jähriger Laufzeit und variablem Zins und 3-Monats-Interbankengeldmarktsatz in der Schweiz. Quelle: Schweizerische Nationalbank.

Der Risikoaufschlag auf den Kreditzins ist mit durchschnittlich knapp 120 Basispunkten leicht niedriger als bei den Krediten mit festem Zins, allerdings unterscheiden sich beide Aufschläge nicht signifikant voneinander. Demnach übertragen die Schweizer Banken die Zinsstruktur zwischen Geld- und Kapitalmarkt im Rahmen ihrer Kreditvergabe. Oder anders ausgedrückt: Der Unterschied zwischen Kapitalmarkt- und Geldmarktzins entspricht genau der Differenz, die der Kunde bei Krediten mit festem Zins im Vergleich zu variablem Zins zu bezahlen hat.<sup>6</sup>

## 4 Empirische Analyse

Im Folgenden versuchen wir, aufbauend auf den Ergebnissen von Abschnitt 3, ex-post die effektive Zinsbelastung von Festzinsdarlehen denen einer variablen Finanzierung in Deutschland

<sup>6</sup> Es gibt starke empirische Hinweise, dass im Zuge der stark expansiven Geldpolitik der Schweizer Notenbank die Kreditzinsen für Immobilienkredite dem damit einhergehend starken Absinken der Kapital- und Geldmarktzinsen nicht folgten. Allerdings trifft dieses Phänomen sowohl für Kredite mit festem als auch variablem Zins zu, sodass die bankintern für Kredite zugrunde gelegte Zinsstruktur die gleiche Steilheit hat wie die Zinsstrukturkurve zwischen Geld- und Kapitalmarkt.

und der Schweiz gegenüberzustellen. Dabei finden sowohl ein Querschnitts- als auch ein Längsschnittsvergleich statt.

## 4.1 Verwendete Daten

Wie im vorhergehenden Kapitel herausgearbeitet wurde, orientieren sich die Schweizer Geschäftsbanken bei der Zinsfestlegung für Immobilienkredite stark an der Zinsstruktur von Geld- und Kapitalmarkt. Aus diesem Grund nehmen wir sowohl für die Schweiz als auch Deutschland als Referenzzinssatz für Immobilienkredite mit variablen Zinsen einen Geldmarktzins und für Immobilienkredite mit festen Zinsen einen langfristigen Staatsanleihezins heranziehen.

In die folgende empirische Analyse gehen Monatsdaten von Juni 1962 bis April 2019 ein. Für Deutschland und die Schweiz stehen für diesen Zeitraum Geldmarktzinssätze und Kapitalmarktzinsen zur Verfügung. Damit umfasst der Datensatz 683 Beobachtungen.

Als repräsentativen Zins für ein Immobiliendarlehen in Deutschland mit festem Zins (=FRM) und einer Laufzeit von 5 Jahren verwenden wir die Rendite 5-jähriger Bundesanleihen (siehe zur Begründung dazu Abschnitt 4.2 und Fußnote 10). Diese Zeitreihe steht für Deutschland erst ab April 1973 zur Verfügung. Deshalb greifen wir für den Zeitraum von Juni 1962 bis März 1973 auf einen geschätzten 5-Jahreszins zurück. Dieser wurde auf Basis einer Regression für 1973 bis 1980, die als exogene Variablen die Durchschnittsrendite aller öffentlichen Anleihen und den 3-Monats-Geldmarktsatz enthält, zurückgerechnet.<sup>7</sup>

Als repräsentativen Zins für ein Immobiliendarlehen mit festem Zins in der Schweiz und einer Laufzeit von 5 Jahren verwenden wir die Kassazinssätze für 5-jährige Obligationen in der Schweiz. Diese Zeitreihe steht erst ab 1988 zur Verfügung. Deshalb greifen wir für den Zeitraum davor auf Kassazinssätze aller umlaufenden Obligationen zurück.

Bei den Zinskonditionen für Hypothekenkredite mit variablem Zins (=ARM) wählen wir für Deutschland als Referenzzinssatz von Juni 1962 bis Dezember 1998 den 3-Monats-Geldmarktsatz unter Banken, ab Januar 1999 den 3-Monats-Euribor. Für die Schweiz nehmen wir als Referenzzinssatz ab Januar 1989 den 3-Monats-Libor des Schweizer Franken, davor den Schweizer 3-Monats-Interbankengeldmarktsatz.

---

<sup>7</sup> Die Schätzergebnisse des Regressionsansatzes und die zugrundeliegenden Daten können von den Autoren auf Anfrage bezogen werden.

In den Abbildungen 5 und 6 sind die Referenzzinssätze, der Spread (= Differenz zwischen der jeweiligen 5jährigen Staatsanleiherendite und dem 3-Monats-Geldmarktsatz) und der Mittelwert des Spreads für Deutschland und die Schweiz dargestellt.

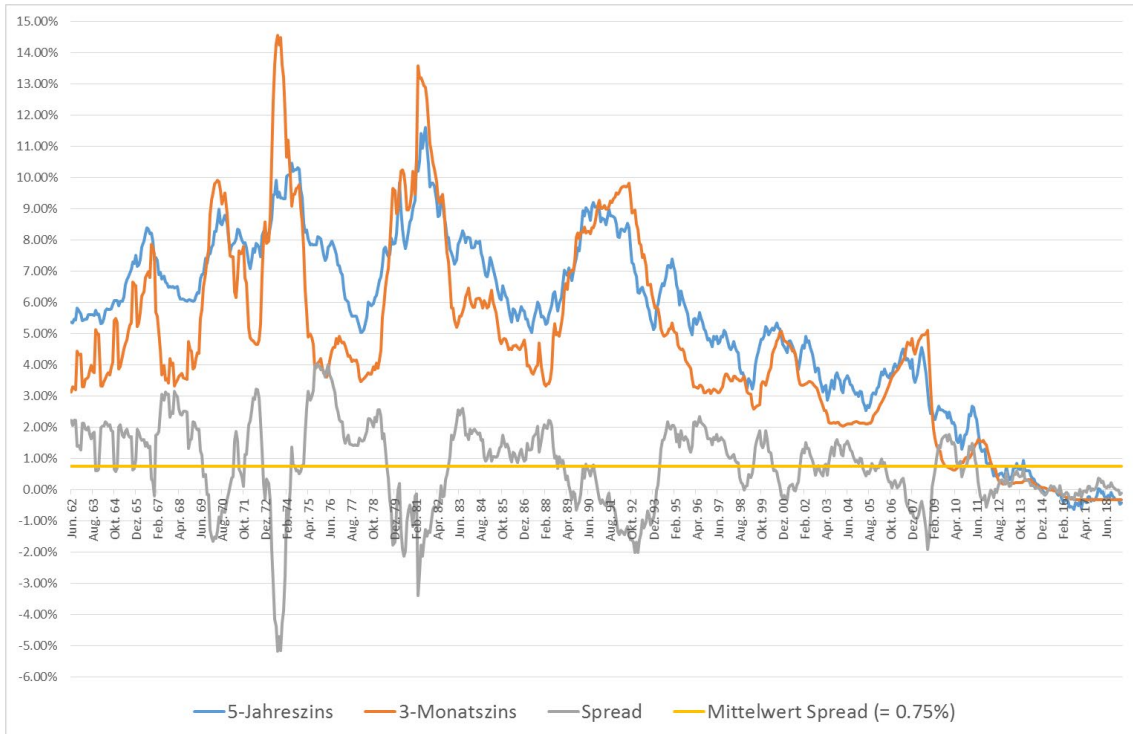


Abb. 5: Deutschland: Zins für 5jährige Staatsanleihen, 3-Monatsgeldmarktzins und Spread

Quelle: Deutsche Bundesbank.

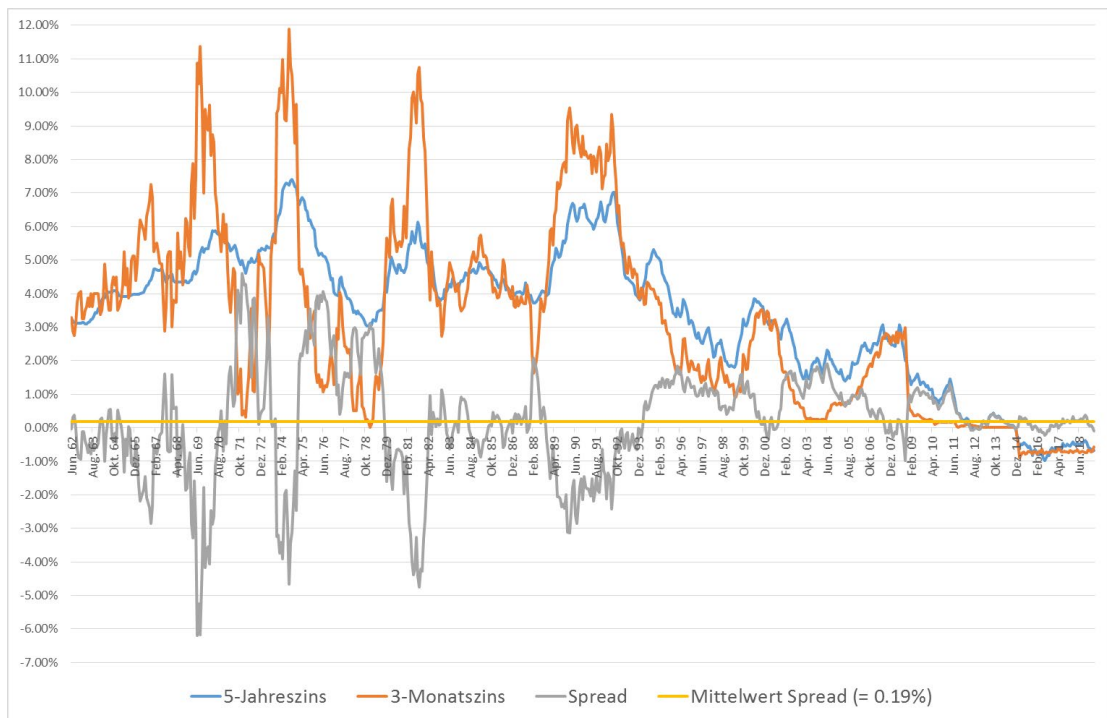


Abb. 6: Schweiz: Zins für 5jährige Staatsanleihen, 3-Monatsgeldmarktzins und Spread

Quelle: Schweizerische Nationalbank.

Beide Länder weisen ähnliche Zinszyklen auf. Seit Anfang der 90er Jahre bewegen sich alle Zinssätze im Zuge des Disinflationsprozesses abwärts (wie überall in den entwickelten Ländern). Darüber hinaus erkennt man, dass die Volatilität des Geldmarktzinssatzes höher ist als diejenige der Rendite für längerfristiger Staatsanleihen. Am aktuellen Rand sind alle dargestellten Zinsen bedingt durch die extrem expansive Geldpolitik des Eurosystems und der Schweizerischen Nationalbank (Quantitative Easing, Staatsanleihekäufe, Null- bzw. Negativzinspolitik, hohe Überschussliquidität der Banken) negativ. Der Spread, die Differenz zwischen der jeweiligen 5jährigen Staatsanleiherendite und dem 3-Monats-Geldmarktsatz, verläuft nahezu spiegelverkehrt zum 3-Monats-Geldmarktsatz. Hier schlägt sozusagen die hohe Volatilität des 3-Monats-Geldmarktsatzes durch. Am aktuellen Rand schwankt in der Schweiz der Spread um seinen langfristigen Mittelwert, in Deutschland liegt er darunter. Auch die langfristigen Mittelwerte des Spreads sind in beiden Ländern unterschiedlich. In Deutschland beträgt der Mittelwert 0,75 Prozentpunkte, in der Schweiz nur 0,19 Prozentpunkte. Dies impliziert, dass die Zinsstrukturkurve in Deutschland steiler ist als in der Schweiz. Darüber hinaus ist die Volatilität, gemessen an der Standardabweichung des Spreads, in der Schweiz leicht höher und sowohl die Maximal- als auch die Minimalwerte sind betragsmäßig in der Schweiz größer (siehe Tabelle

1). In den letzten Jahren schwankten beide Spreads um die Nulllinie. Negative Spreads (eine inverse Zinsstruktur) stellen historisch gesehen die Ausnahme dar und verlaufen ziemlich synchron. Sie waren immer Indikatoren einer Rezession bzw. Konjunkturabschwächung.

Zeitraum Juni 1962- April 2019	Spread in	
	Schweiz	Deutschland
Mittelwert	0.19 %P	0.75 %P
Maximalwert	4.60 %P	4.10 %P
Minimalwert	-6.20 %P	-5.20 %P
Standardabweichung	1.57 %P	1.33 %P

Tabelle 1: Mittelwert, Standardabweichung, maximaler und minimaler Wert des Spreads in der Schweiz und in Deutschland. Quelle: eigene Darstellung.

## 4.2 Empirische Untersuchung

Bei der ARM-Finanzierung kommen i.d.R. zwei Tilgungsformen zur Anwendung, das Fälligkeitsdarlehen (= endfällige Tilgung) und das Tilgungsdarlehen.<sup>8</sup> Beim Fälligkeitsdarlehen zahlt der Kreditnehmer monatlich nur die Zinsen. Am Ende der Darlehenslaufzeit wird die vollständige Kreditsumme einmalig fällig. Beim Tilgungsdarlehen wird eine konstante monatliche Tilgungsrate festgelegt. Der Rückzahlungsbetrag des Schuldners an den Gläubiger pro Periode umfasst diese Tilgungsrate und die Zinsrate. Wir stellen bei dem folgenden Zinsvergleich von Krediten mit festem und variablem Zinssatz nur auf Fälligkeitsdarlehen ab.<sup>9</sup>

Während bei der Finanzierung mit variablen Zinsen der Zins in fixen Zeitintervallen angepasst wird (in unserem Fall monatlich),<sup>10</sup> unterstellen wir bei der Finanzierung mit festen Zinsen eine Zinsbindung von 5 Jahren, da dies die am häufigsten gewählte Zinsbindung in der Schweiz ist.

<sup>8</sup> <https://www.immobilienscout24.de/baufinanzierung/lexikon/darlehen-variable.html>

<sup>9</sup> Clostermann & Seitz (2018) zeigen für den Fall Deutschlands, dass Fälligkeits- und Tilgungsdarlehen in dieser Hinsicht nur marginale Unterschiede aufweisen. Bei der Berechnung der Effektivverzinsung gehen beim Fälligkeitsdarlehen alle Zinsen während der Laufzeit mit dem gleichen Gewicht ein, während beim Tilgungsdarlehen das Gewicht der Zinsen zum Ende der Laufzeit hin geringer wird.

<sup>10</sup> Die Vorgehensweise mit monatlicher Zinsanpassung ist nur der Vereinfachung geschuldet. Es würden sich keine anderen Schlussfolgerungen ergeben, wenn wir eine quartalsweise Anpassung berücksichtigen würden, wie sie üblicherweise in der Praxis stattfindet.

Wird ein Objekt, wie im weiteren Verlauf angenommen, über 30 Jahre finanziert, muss der Kreditnehmer bei fester Zinsbindung insgesamt sechs Mal einen Kredit über jeweils 5 Jahre aufnehmen.<sup>11</sup>

Bei der Beurteilung, welche Finanzierungsform aus Sicht des Schuldners günstiger ist, wurde für jede Finanzierungsalternative die ex-post-Effektivverzinsung berechnet (ohne Gebühren und Ausgabeauf- oder -abschläge). Dies entspricht der tatsächlich realisierten Durchschnittsverzinsung der Kredite über die gesamte Laufzeit. Beim Fälligkeitsdarlehen entspricht die Effektivverzinsung dem arithmetischen Mittelwert der entsprechenden Referenzzinssätze. Würde ein Kreditnehmer im Januar 1970 ein Fälligkeitsdarlehen über 30 Jahre mit variabler Verzinsung aufnehmen, dann entspräche die Effektivverzinsung dem arithmetischen Mittelwert aller im Zeitraum von Januar 1970 bis Dezember 1999 beobachtbaren 3-Monats-Geldmarktsätzen. Bei einem entsprechenden Darlehen im gleichen Zeitraum mit fester Verzinsung würde der Kreditnehmer sechs Mal den Kreditbetrag über jeweils 5 Jahre aufnehmen. Hier berechnet sich die Effektivverzinsung als Mittelwert aus der Rendite 5-jähriger Staatsanleihen z.B. jeweils im Januar 1970, 1975, 1980, 1985, 1990 und 1995, d.h. man legt für jeweils 5 Jahre immer den gleichen Zins zugrunde. Zusammengefasst berechnen wir die unterschiedlichen Effektivverzinsungen für Fälligkeitsdarlehen also wie folgt (der Index  $t$  bezieht sich auf einen monatlichen Zeitpunkt):

$$FRM \ 30Jahre: \ i_t^{eff-FRM} = \frac{1}{6} \cdot \sum_{i=0}^5 i_{t+i \cdot 60}^{Staatsanleihen}$$

$$ARM \ 30Jahre: \ i_t^{eff-ARM} = \frac{1}{360} \cdot \sum_{i=0}^{359} i_{t+i}^{Geldmarkt}$$

In den Abbildungen 7 und 8 ist für beide Länder diese effektive Verzinsung bei variablem Zins derjenigen mit 5-jähriger Zinsbindung am Beispiel einer 30-jährigen Rückzahlungsdauer gegenübergestellt. Auf der Abszisse ist der Zeitpunkt des Beginns der Kreditlaufzeit dargestellt.

---

<sup>11</sup> In Deutschland und der Schweiz ist eine derartige Rückzahlungsdauer nicht unüblich. Bei einer Zinsbindung von 10 Jahren bleiben die generellen Schlussfolgerungen erhalten (siehe für den Fall Deutschlands Clostermann & Seitz, 2018, 2019). Die Berechnungen und Ergebnisse sind auf Nachfrage von den Autoren erhältlich.



Da der Datensatz Werte bis April 2019 enthält, endet die Zeitachse bei 30-jährigen Finanzierungszeiträumen entsprechend im Mai 1989.<sup>12</sup>

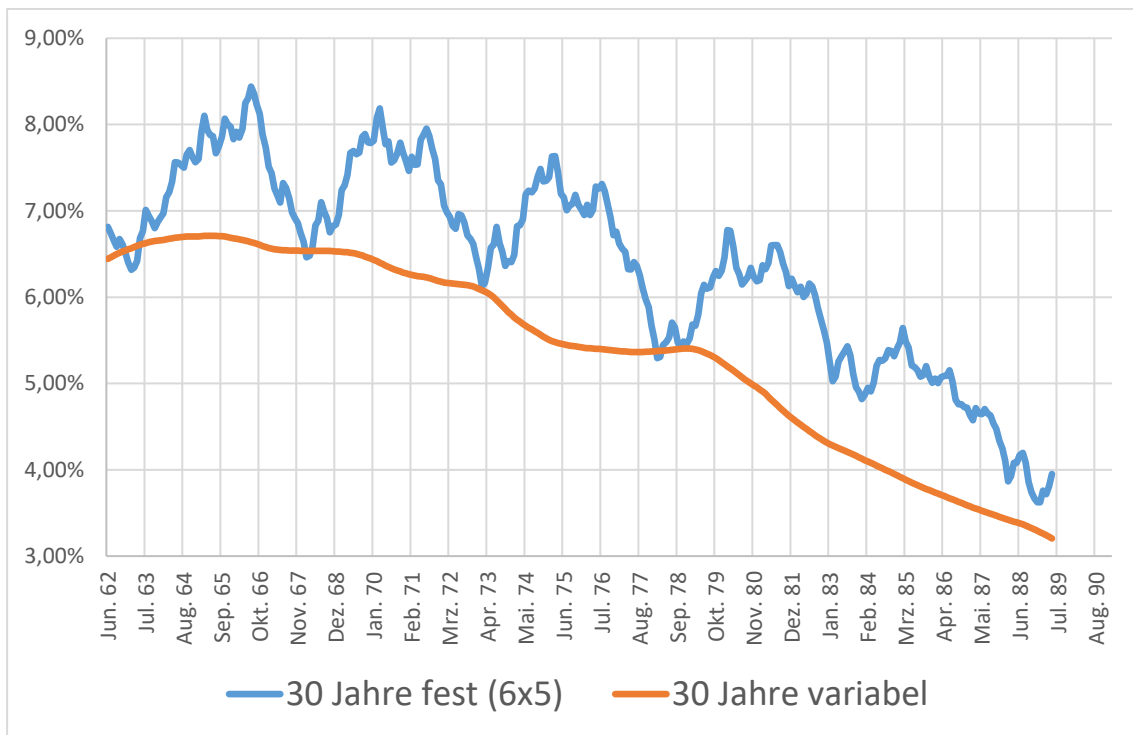


Abb. 7: Deutschland: Effektivzins für Kredite mit festem und variablem Zins. Quelle: eigene Darstellung.

<sup>12</sup> Analoge Schlussfolgerungen und qualitative Ergebnisse würde man erhalten bei Berechnung geometrischer Durchschnitte, d.h. inkl. Zinseszinsen.

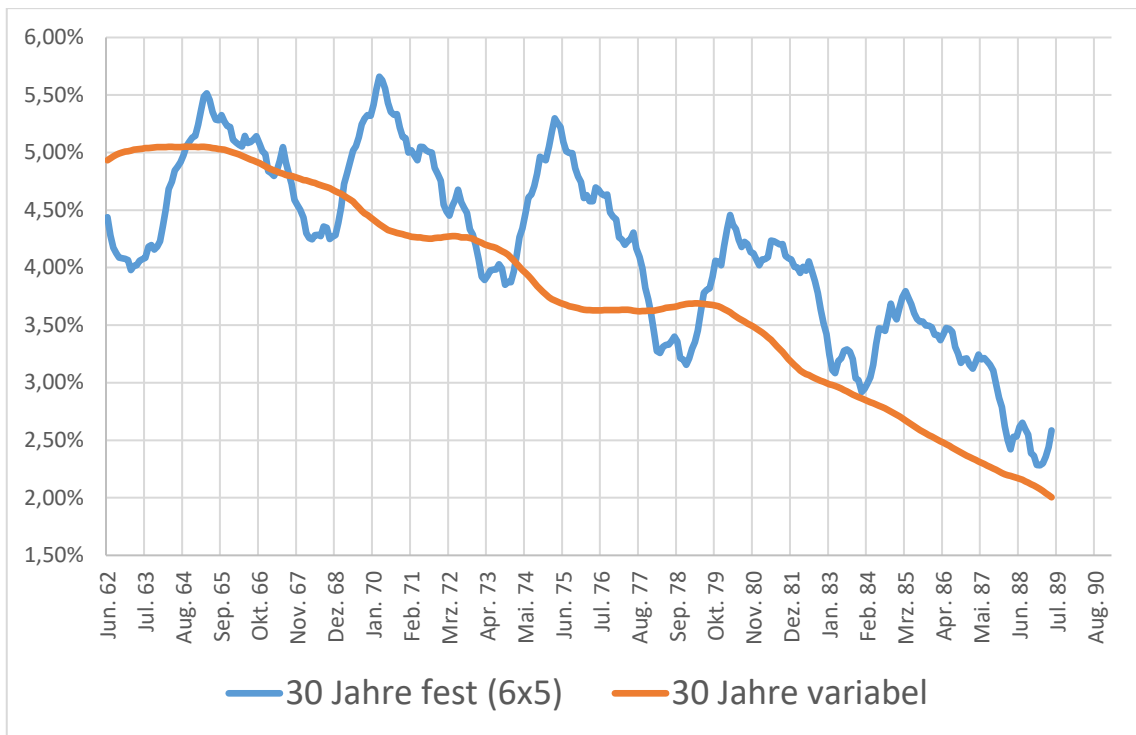


Abb. 8: Schweiz: Effektivzins für Kredite mit festem und variablem Zins. Quelle: eigene Darstellung.

In beiden Abbildungen tritt deutlich zu Tage, dass eine Finanzierung mit festen Zinsen sowohl in Deutschland als auch in der Schweiz historisch im Durchschnitt teurer ist als eine Finanzierung mit variablen Zinsen. Vor dem Hintergrund einer über den Untersuchungszeitraum dominierenden normalen Zinsstruktur und der Tatsache, dass die generelle Zinssenkungsphase seit Anfang der 80er Jahre deutlich ausgeprägter war als die zuvor festzustellenden Zinserhöhungen, kommt dieses Ergebnis nicht überraschend. Allerdings ist der Vorteil einer variablen Verzinsung in Deutschland ausgeprägter als in der Schweiz. (siehe zudem Tabelle 2). Der Zinsunterschied ist in Zinssenkungsphasen tendenziell höher als in Zinssteigerungsphasen, abhängig von der Dauer der entsprechenden Zeiträume.

	Deutschland	Schweiz
Wie häufig war eine Finanzierung mit variablem Zins besser als mit festem Zins?	97.22%	75.31%
Differenz der effektiven Verzinsung "Fest" vs. "Variabel" über den Gesamtzeitraum	1.00%P	0.37%P

Tabelle 2: Performancevergleich für Kredite mit festen und variablen Zins in Deutschland und in der Schweiz.

Quelle: eigene Darstellung

Die Abbildungen 9 und 10 verdeutlichen, dass die letztendlich tatsächlich realisierten Finanzierungskosten über den Gesamtzeitraum bei festen Zinsen erheblich mehr vom Zufall bzw. Startzeitpunkt abhängig sind als bei flexiblen Zinsen. Bei letzteren schlägt der glättende Effekt der Durchschnittwertberechnung durch, da die Effektivverzinsung einem Durchschnitt des Geldmarktzinses aus 360 Beobachtungspunkten entspricht, während beim festen Zins der Durchschnittswert aus nur 6 Werten besteht. Zusammenfassend lässt sich festhalten: Die Finanzierungskosten sind bei variablem Zins sowohl niedriger als auch weniger zufallsabhängig. Gleichwohl ist in der Schweiz der erste von beiden Befunden weniger stark ausgeprägt.

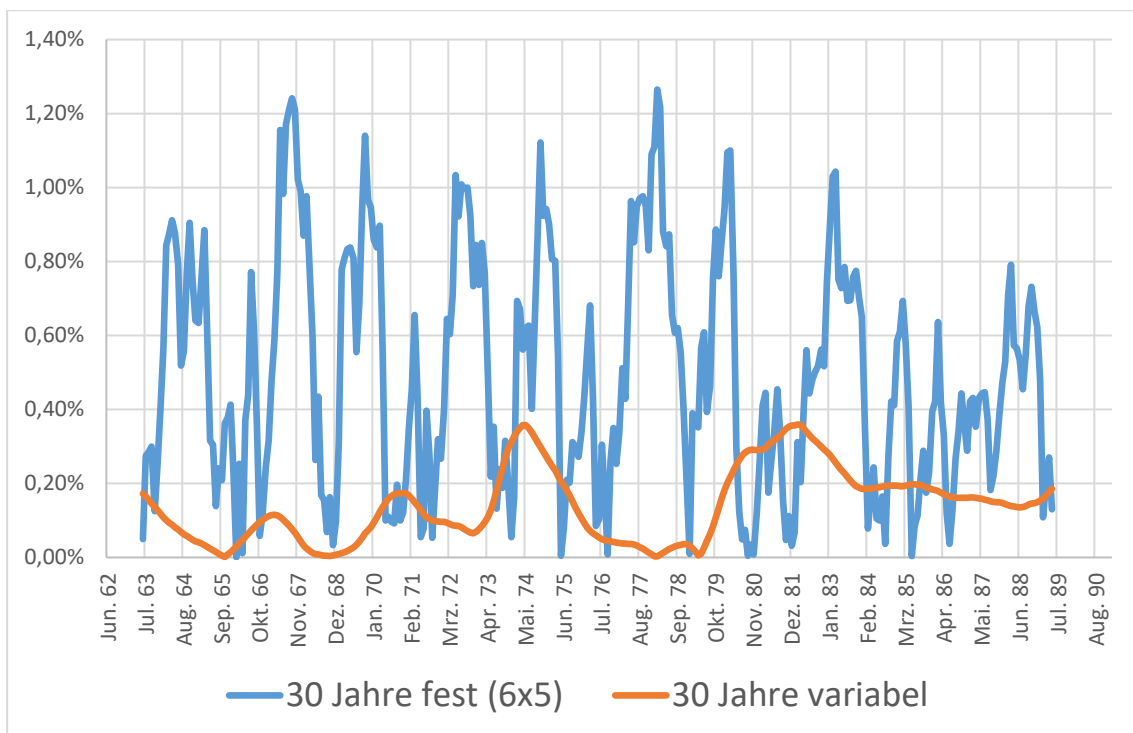


Abb. 9: Veränderung der Effektivverzinsung für Immobilienkredite mit festen und variablen Zinsen im Vergleich zum Vorjahr für Deutschland. Quelle: eigene Darstellung.

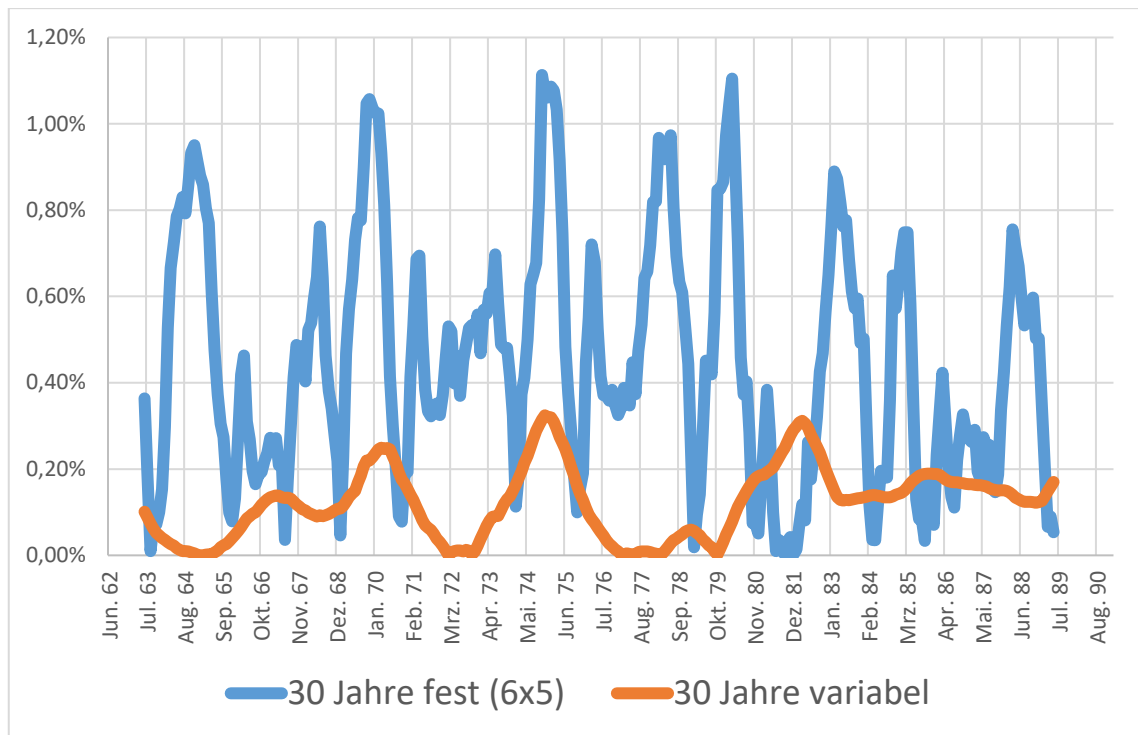


Abb. 10: Veränderung der Effektivverzinsung für Immobilienkredite mit festen und variablen Zinsen im Vergleich zum Vorjahr für die Schweiz. Quelle: eigene Darstellung.

Das Hauptargument, welches gegen eine Finanzierung mit variablen Zinsen vorgebracht wird, ist, dass diese im Vergleich zum Festzinsdarlehen unberechenbarer für die individuelle Liquiditätssituation ist, da der Zins und damit die Zinsrate regelmäßig (in unserem Fall monatlich) angepasst werden.<sup>13</sup> Zudem kann gerade in Zinserhöhungsphasen der variable Zins über dem langfristig gebundenen Zins liegen, wodurch in diesen Phasen die finanzielle Belastung des Kreditnehmers höher ist. Liquiditätsengpässe könnten dann den Vorteil der insgesamt günstigeren kurzfristigen Finanzierung konterkarieren. Um dieses Risiko abschätzen zu können, unterstellen wir, dass jeder Kreditnehmer mit variablem Zins ein zinsloses Konto führt, auf wel-

<sup>13</sup> Lee (2018) spricht in diesem Zusammenhang vom "insurance benefit", welcher bei einem Festzinsdarlehen den Nutzen des Kreditnehmers erhöht.

ches er seine monatlichen (hypothetischen) Zinsgewinne gegenüber einer Zinsbindung ein-  
zahlt bzw., falls der variable Zins über dem festen Zins liegt, dieses Konto belastet.<sup>14</sup> Uns inte-  
ressieren der größte negative Kontostand, der Endkontostand und der durchschnittliche End-  
kontostand, die im Lauf der Finanzierung auf diesem hypothetischen Konto für alle Finanzie-  
rungszeitpunkte entstehen. Alle Werte werden als Prozentsatz der Darlehenssumme berech-  
net. Der größte negative Kontostand zeigt an, welche Pufferliquidität ein Kreditnehmer (in der  
Vergangenheit, d. h. über den gesamten Untersuchungszeitraum) maximal hätte vorhalten  
müssen, um einen eventuell temporären höheren Liquiditätsbedarf, resultierend aus einem vo-  
rübergehend im Vergleich zum Festzins höheren variablen Zins, abfangen zu können.<sup>15</sup> Der  
Endkontostand zeigt den kumulierten Zinsgewinn an und könnte hypothetisch für die endfäl-  
lige Tilgung eingesetzt werden.

---

<sup>14</sup> Die hypothetischen Kosten eines solchen Kontos könnte man in Anlehnung an Lee (2018) als Kosten einer "ARM insurance" bezeichnen. Diese entsprechen dem "insurance benefit" eines Festzinsdarlehens. Wir unterstellen hier, dass ein Kreditnehmer bereit ist, die Zinsvorteile zu sparen. Dies widerspricht den empirischen Ergebnissen der Behavioral-Finance-Literatur (siehe z.B. Thaler & Sunstein, 2018, 148ff), die hier eine „irrationale“ hohe Gegenwartspräferenz der Individuen konstatieren. Es ist deshalb zu erwarten, dass die Zinsersparnisse bei variabler Verzinsung vermehrt wie windfall-Profiten konsumiert werden und dadurch die Liquiditätsanspannung bei steigenden Zinsen steigt.

<sup>15</sup> Diese Überlegungen wären durch die Einkommensentwicklung zu ergänzen, da durch Lohnsteigerungen eine deutliche Liquiditätsentspannung entstehen kann. Das "wahre" Liquiditätsrisiko wird deshalb bei unseren Berechnungen überschätzt. Gemessen an den Stundenlöhnen im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland betragen die durchschnittlichen jährlichen Lohnsteigerungen in den sechs Dekaden seit 1960 7,1 %, 7,3 %, 3,6 %, 3,3 %, 1,6 % und 2,3 % (qualitativ ähnlich würde die Situation bei Orientierung am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in der Gesamtwirtschaft aussehen). In der Schweiz waren die durchschnittlichen jährlichen Nominallohnsteigerungen für die gleichen Zeiträume 7,0%, 7,1%, 4,2%, 2,1%, 1,5% und 0,8%. Gerade in den Hochzinsphasen hatte man also auch relativ hohe Einkommenszuwächse.

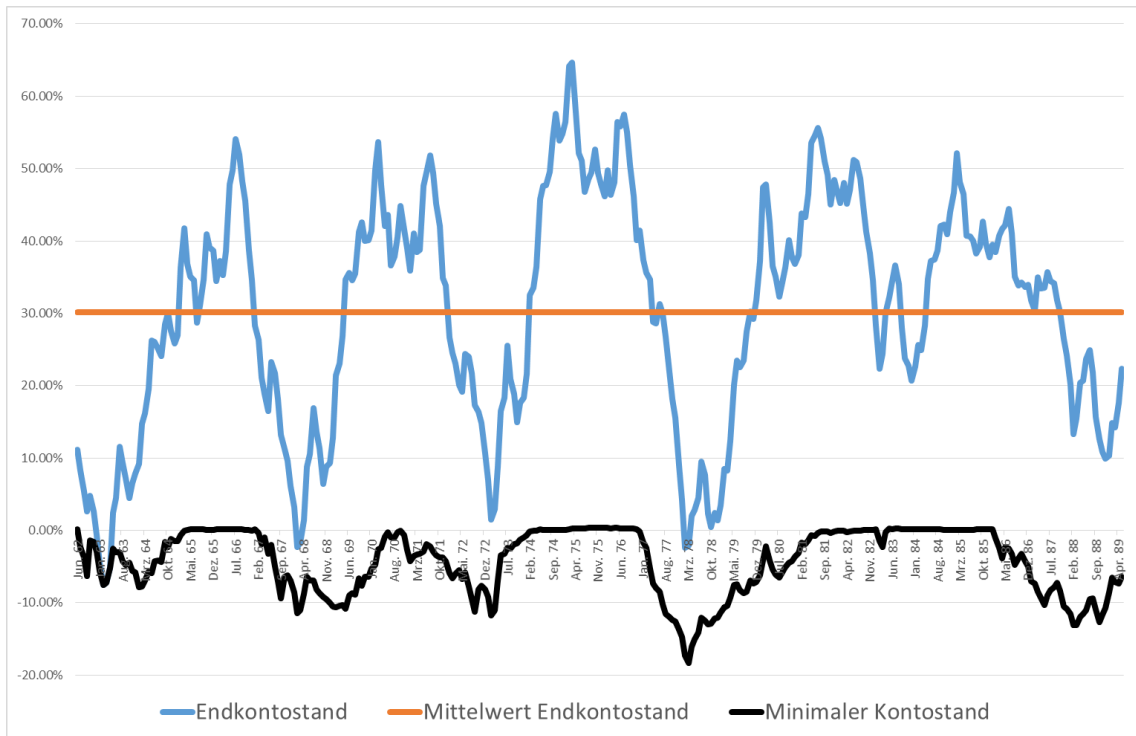


Abb. 11 : Deutschland: Größter negativer Kontostand, Endkontostand und durchschnittlicher Endkontostand des zinslosen „Pufferkontos“. Quelle: eigene Darstellung.

In den Abbildungen 11 und 12 fällt auf, dass das Pufferkonto über alle historischen Finanzierungszeitpunkte durchschnittlich einen positiven Endkontostand hat. In Deutschland beträgt dieser rund 30% der zu tilgenden Darlehenssumme, in der Schweiz knapp 11%. Bis auf wenige Ausnahmen war der Endkontostand dieses hypothetischen Kontos in Deutschland immer positiv. Dies ist in der Schweiz anders. Hier hätte das Konto zum Teil mit erheblich negativen Kontoständen geschlossen. Auch die Zeitreihe "Minimaler Kontostand" zeigt, dass in der Schweiz fast zu jedem Finanzierungszeitpunkt der Inhaber eines solchen Kontos negative Salden im Laufe der Finanzierung hätte realisieren müssen. Im Ergebnis heißt dies, dass eine Finanzierung mit variablen Zinsen im Vergleich zu festen Zinsen in der Schweiz weniger vorteilhaft als in Deutschland gewesen wäre und den Kreditnehmer einem höheren Liquiditätsrisiko ausgesetzt hätte.

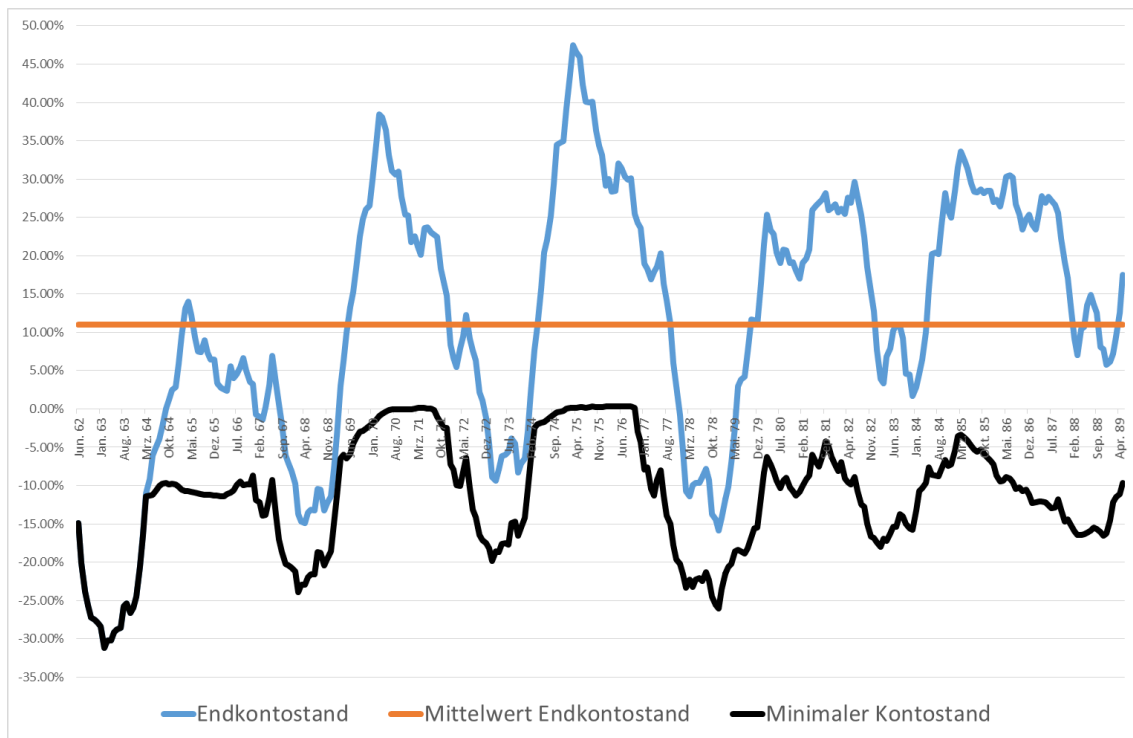


Abb. 12: Schweiz: Größter negativer Kontostand, Endkontostand und durchschnittlicher Endkontostand des zinslosen „Pufferkontos“. Quelle: eigene Darstellung.

Die Abbildungen 13 und 14 veranschaulichen noch einmal aus anderer Perspektive das Liquiditätsrisiko des Kreditnehmers. Hier ist die Standardabweichungen der monatlichen Raten in % der Darlehenssumme (= Rückzahlungsvolatilität) dargestellt. Man erkennt, dass sowohl in der Schweiz als auch in Deutschland die Rückzahlungsvolatilitäten bei Krediten mit variablem Zins höher sind, in beiden Ländern auf einem ähnlichen Niveau von ungefähr 2,5%. D.h. die monatlichen Raten schwanken um +/- 2,5% des Darlehensbetrags. Allerdings ist die Streuung der Rückzahlungsraten bei festen Zinsen in der Schweiz niedriger als in Deutschland. Dies offenbart noch einmal von anderer Seite, dass in Deutschland die historischen Zinskonstellationen eher für Kredite mit variablen Zinsen sprechen, während man in der Schweiz unter Risikoaspekten auch Argumente für Kredite mit festen Zinsen findet. Auffallend ist in beiden Ländern die im Trend ansteigende Volatilität bei fester Zinsbindung, die sich tendenziell der eher konstanten Volatilität bei variablem Zins annähert.

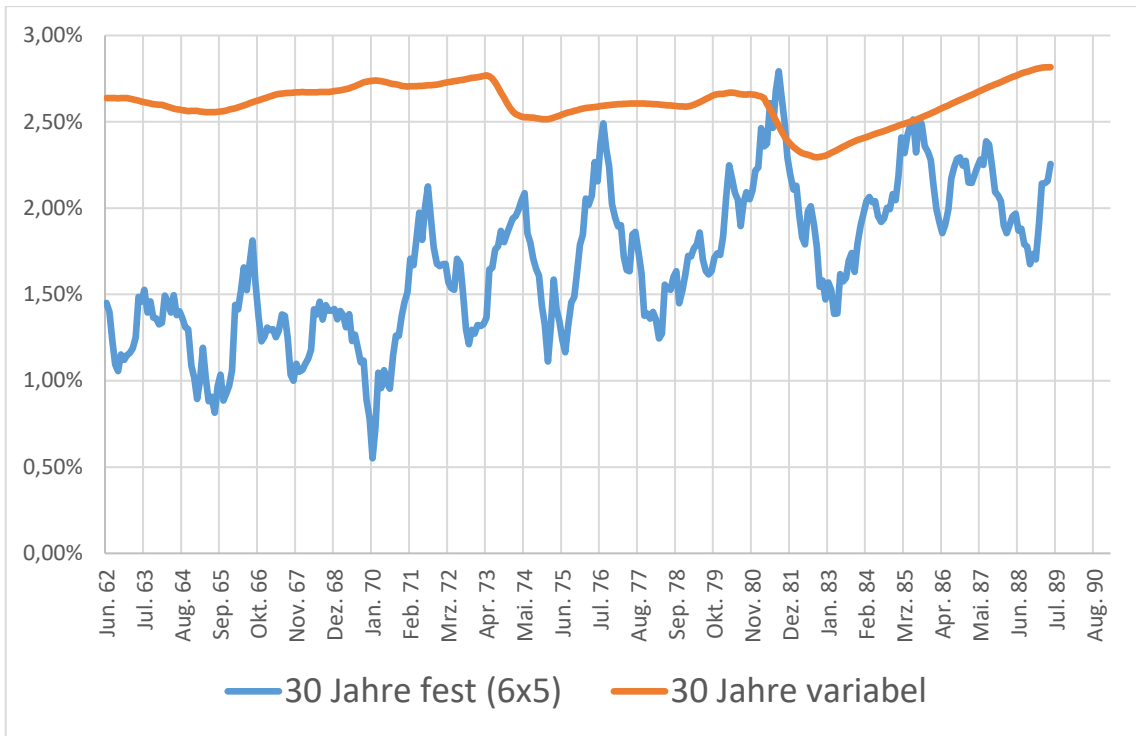


Abb. 13: Deutschland: Standardabweichungen der monatlichen Raten in % der Darlehenssumme für Immobilienkredite mit festem und variablem Zins. Quelle: eigene Darstellung.

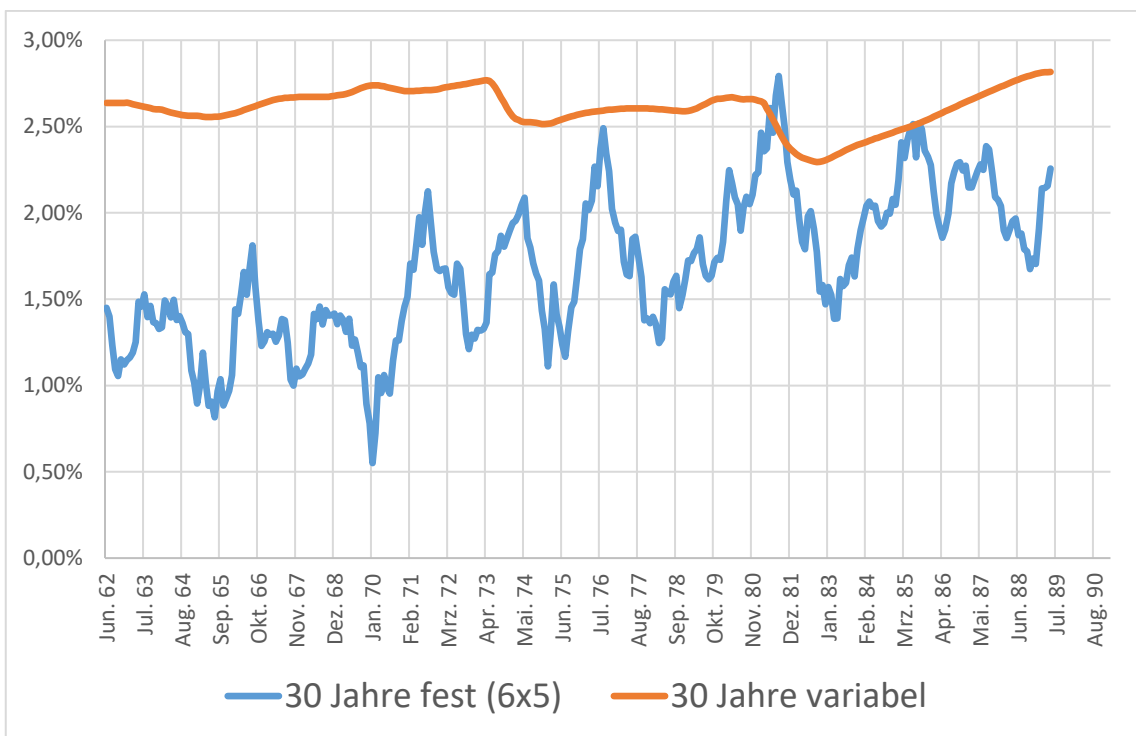


Abb. 14: Schweiz: Standardabweichungen der monatlichen Raten in % der Darlehenssumme für Immobilienkredite mit festem und variablem Zins. Quelle: eigene Darstellung.



## 5 Zusammenfassung, Schlussfolgerungen

Folgende Schlussfolgerungen lassen sich aufgrund der empirischen Analyse ziehen:

- In dem zugrunde gelegten Datenzeitraum ist ein Immobiliendarlehen mit variablen Zinssätzen in Deutschland im Durchschnitt günstiger als mit festen Zinsen.
- In der Schweiz sind die Finanzierungsvorteile eines Immobilienkredits mit variabler Verzinsung erheblich weniger ausgeprägt.
- Die Volatilität der tatsächlich realisierten Finanzierungskosten in Abhängigkeit vom gewählten Startzeitpunkt ist in beiden Ländern ähnlich.
- Allerdings ist die Liquiditätsanspannung bei Immobilienkrediten mit variablem Zins infolge volatiler Rückzahlungsraten für die Kreditnehmer in der Schweiz erheblich stärker.
- In Summe ist der für Deutschland konstatierte Vorteil einer Finanzierung mit variablen Zinsen nicht ohne weiteres auf die Schweiz übertragbar.

In der Schweiz werden ca. 20% der Immobilienkredite, in Deutschland nur knapp 10% mit variablem Zins finanziert. Aufgrund der gefundenen Ergebnisse erstaunt es, warum in der Schweiz ein rund doppelt so großer Anteil der Immobilienkredite variabel finanziert wird. Für weitere Vergleichsanalysen zwischen Deutschland und der Schweiz bietet es sich an, zu untersuchen, inwieweit steuerliche Gründe, regulatorische Vorschriften oder sonstige institutionelle Gegebenheiten die ausgeprägtere Präferenz der Schweizer für variable Zinsen erklären können. Insgesamt ist die Zinsstrukturkurve in der Schweiz flacher als in Deutschland. Zukünftige Forschungen könnten demzufolge untersuchen, welche Faktoren hierfür ursächlich sind.

In den letzten Jahren ist die Zinsstrukturkurve nicht zuletzt durch die expansive Geldpolitik der Zentralbanken (Nullzinspolitik, Quantitative Easing) flacher geworden ist (siehe z. B. Cœuré, 2017). Vor diesem Hintergrund könnte eine zukünftige Stoßrichtung für weitere Analysen auch diesem Aspekt verstärkt Rechnung tragen. Tatsächlich würde eine flachere Zinsstrukturkurve den Vorteil einer Finanzierung mit variablen Zinssätzen vermindern. Gleichzeitig scheint die Volatilität der Zinsstruktur geringer geworden sein. Das daraus resultierende geringere Zinsänderungsrisiko würde die Vorteilhaftigkeit einer Finanzierung mit variablen Zinssätzen erhöhen. Es bleibt also letztendlich die Frage zu beantworten, wie das zukünftige Zinsszenario aussehen könnte bzw. was die neue Zinsnormalität darstellt. Bleiben die Zinsen auf längere Zeit auf dem aktuell extrem niedrigen Niveau? Kommen wir zu den Zinsniveaus zurück, wie sie vor

der Finanzkrise vorherrschten? Wie volatil werden die Zinsen zukünftig sein? Und was bedeutet dies konkret für die Entscheidung fixe versus variable Finanzierung? Sind die in dieser Arbeit gefundenen Ergebnisse auf die Zukunft übertragbar?

Schließlich wurde in der vorliegenden Analyse nicht auf Finanzierungsstrategien eingegangen, die beide Finanzierungsarten – variable Zinsen und Zinsbindung – geschickt kombinieren, um einen überlegeneren Mix aus Effektivverzinsung und Volatilität zu finden. Auch die Möglichkeit mit Hilfe von Zinsabsicherungsinstrumenten die Finanzierung zu optimieren bzw. die Volatilität angemessen zu bepreisen, bleibt weiterer Forschung vorbehalten.



## Literatur

Andrews, D. & A. Caldera Sánchez (2011), The Evolution of Homeownership Rates in Selected OECD Countries: Demographic and Public Policy Influences, *Economic Studies* 2011/1, 207-243.

Andrews, D., A. Caldera Sánchez & Å. Johansson (2011), Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries, *OECD Economics Department Working Papers* No. 836, OECD Publishing.

Badarinza, C., J. Y. Campbell & T. Ramadorai (2016), International Comparative Household Finance, *Annual Review of Economics* 8, 111-144.

Badarinza, C., J. Campbell & T. Ramadorai (2017), What Calls to ARMs? International Evidence on Interest Rates and the Choice of Adjustable-Rate Mortgages, *Management Science*, 2275 – 2288.

Basten, C., B. Guin & C. Koch (2017), How Do Banks and Households Manage Interest Rate Risk? Evidence from the Swiss Mortgage Market, *CESifo Working Paper* 6649, September.

Campbell, J. & J. Cocco (2015), A Model of Mortgage Default, *Journal of Finance* 70, 1495-1554.

Clostermann, J. & F. Seitz (2018), Feste Zinsbindung versus kurzfristig variable Zinskonditionen in Deutschland, *Die Hochschule im Dialog: Weidener Diskussionspapiere* Nr. 62, September.

Clostermann, J. & F. Seitz (2019), Effektivverzinsung und Volatilität bei Finanzierung mit Zinsbindung und variablen Zinsen: Eine empirische Untersuchung für Deutschland, *Zeitschrift für Immobilienökonomie*, erscheint demnächst.

Cœuré, B. (2017), Dissecting the Yield Curve: a central bank perspective, welcome remarks at the annual meeting of the ECB's Bond Market Contact Group, Frankfurt, 16. May 2017.

Ehrmann, M. & M. Ziegelmeier (2017), Mortgage Choice in the Euro Area: Macroeconomic Determinants and the Effect of Monetary Policy on Debt Burdens, *Journal of Money, Credit and Banking*. 49, 469-494.

Europäische Zentralbank (2007), Änderungen der Bankkreditzinsen und Wohnungsbaukredite (Neugeschäft) im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht März, 46-48.

Foà G., L. Gambacorta, L. Guiso, & P. E. Mistrulli (2015), The Supply Side of Housing Finance, *BIS Working Papers No 531*, Dezember.

IWF (2004), *World Economic Outlook: The global demographic transition*, September.

Koijen, R., O. van Hemert & S. van Nieuwerburgh (2009), Mortgage Timing, *Journal of Financial Economics* 93, 292–324.

Lee, K. (2018), Fixed-Rate Mortgages, Labor Markets, and Efficiency, *Journal of Money, Credit and Banking* 50, 1033-1072.

Mugerman, Y., M. Ofir & Z. Wiener (2016), How Homeowners Choose between Fixed and Adjustable Rate Mortgages?, *Quarterly Journal of Finance* 6, 1-21.

Paiella, M. & A. F. Pozzolo (2007), Choosing Between Fixed and Adjustable Rate Mortgage, in: Agarwal, S. & B. W. Ambrose (Hg.), *Household Credit Usage: Personal Debt and Mortgages*, Palgrave, 219-236.

Rampini, A. & S. Viswanathan (2016), Household Risk Management, *NBER Working Paper* 22293.

Thaler R. H. & C. R. Sunstein (2018), *Nudge – Wie man kluge Entscheidungen anstößt*, Ullstein, 13. Auflage.



*Jörg Clostermann  
Franz Seitz*

***Immobilienkredite in Deutschland  
und der Schweiz: Die Rolle von  
Zinsen und Zinsbindung***

***Impressum***

**Herausgeber**

Der Präsident der Technischen Hochschule Ingolstadt  
Esplanade 10, 85049 Ingolstadt  
Telefon: +49 841 9348-0  
Fax: +49 841 9348-2000  
E-Mail: [info@thi.de](mailto:info@thi.de)

**Druck**

Hausdruck

Die Beiträge aus der Reihe „Arbeitsberichte – Working Papers“  
erscheinen in unregelmäßigen Abständen. Alle Rechte,  
insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung  
sowie der Übersetzung vorbehalten. Nachdruck, auch  
auszugsweise, ist gegen Quellenangabe gestattet,  
Belegexemplar erbeten.

**Internet**

Alle Themen aus der Reihe „Arbeitsberichte – Working Papers“,  
können Sie unter der Adresse [www.thi.de](http://www.thi.de) nachlesen.