

# Fundamentale Faktoren im Schweizer Immobilienmarkt

Immer häufiger ist die Rede davon, dass der Schweiz eine Immobilienblase drohe. Warum? Der Schweizer Immobilienmarkt ist aktuell vom anhaltend tiefen Zinsniveau, dem globalen Mangel an sicheren alternativen Kapitalanlagen, der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Hypothekarschuldzinsen, der Bevölkerungsentwicklung und etlichen weiteren Faktoren beeinflusst. Entsprechend steigen die Preise stetig. Der folgende Artikel zeigt aus einer längerfristigen Perspektive, wie stark der Immobilienmarkt auf Angebots- und Nachfrageimpulse reagiert, und diskutiert die Frage einer staatlichen Intervention im Immobilienmarkt.



In der aktuellen Situation dienen Immobilien vielen Investoren mangels sicheren renditeträchtigen alternativen Kapitalanlagen zur Werterhaltung. Dies beeinflusst den Markt und folglich auch die Immobilienpreise massgeblich.

Foto: Keystone

- 1 SNB, Vermögensbilanz der privaten Haushalte, Medienmitteilung 18. November 2011.
- 2 Quelle: BFS. Die OECD schätzt den Anteil gar auf 21%, vgl. Andrews, D., A. Caldera Sánchez und Á. Johansson (2011), Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers Nr. 836, OECD Publishing.
- 3 Quelle: BFS, Wohneigentumsquote 2000, Volkszählung.

## Sonderstellung der Immobilien

Immobilien sind ein wichtiges Element des Wohlstandes. Sie machen in der Schweiz rund 42% der gesamten Vermögen der privaten Haushalte aus.<sup>1</sup> Gemäss Angaben des Bundesamtes für Statistik (BFS) geben private Haushalte für Wohnen und Energie durchschnittlich rund 16% des Bruttoeinkommens aus.<sup>2</sup> Auch mit wachsendem Einkommen sinkt der Ausgabenanteil für das Wohnen nicht wesentlich.

Die Schweiz hat eine im internationalen Vergleich tiefe Wohneigentumsquote von 34,6%.<sup>3</sup> Entsprechend gross ist die Bedeutung der Mietgesetzgebung, wenn es um die staatliche Regulierung des Immobilienmarktes geht. Grundsätzlich ist das Ziel der Mietgesetzgebung die Korrektur von Marktunvollkommenheiten. Sie soll namentlich verhindern, dass Eigentümer ihre stärkere Marktposition gegenüber den Mietern missbrauchen, wenn das Angebot beschränkt ist. Auf der anderen Seite kann eine zu strikte Mietgesetzgebung zu unerwünschten Nebenerscheinungen führen. Wird dadurch etwa eine Mieterhöhung während des Mietverhältnisses fast verunmöglicht, werden die Mieten bei einem Mieterwechsel erhöht. Dies

kann zu einer Diskriminierung der mobilen Elemente der Schweizer Bevölkerung führen, was insgesamt die Mobilität einschränkt.

Auf dem Immobilienmarkt kann eine Immobilie ein Konsumgut oder ein Renditeobjekt sein. Handelt es sich um ein Konsumgut, können persönliche Attribute einen wesentlichen Teil des Wertes der Immobilie ausmachen. Bei Renditeobjekten sind objektive sachliche Komponenten für die Preisgestaltung wichtig. In der aktuellen Situation dienen Immobilien vielen Investoren mangels sicheren renditeträchtigen alternativen Kapitalanlagen zur Werterhaltung. Dies beeinflusst den Markt und folglich auch die Immobilienpreise massgeblich. Der Markt für Immobilien wird somit nicht nur durch die individuellen Bedürfnisse der «Bewohner» der Immobilien, sondern – zumindest indirekt – auch durch Anlagebedürfnisse und -möglichkeiten nationaler sowie internationaler Kunden tangiert.

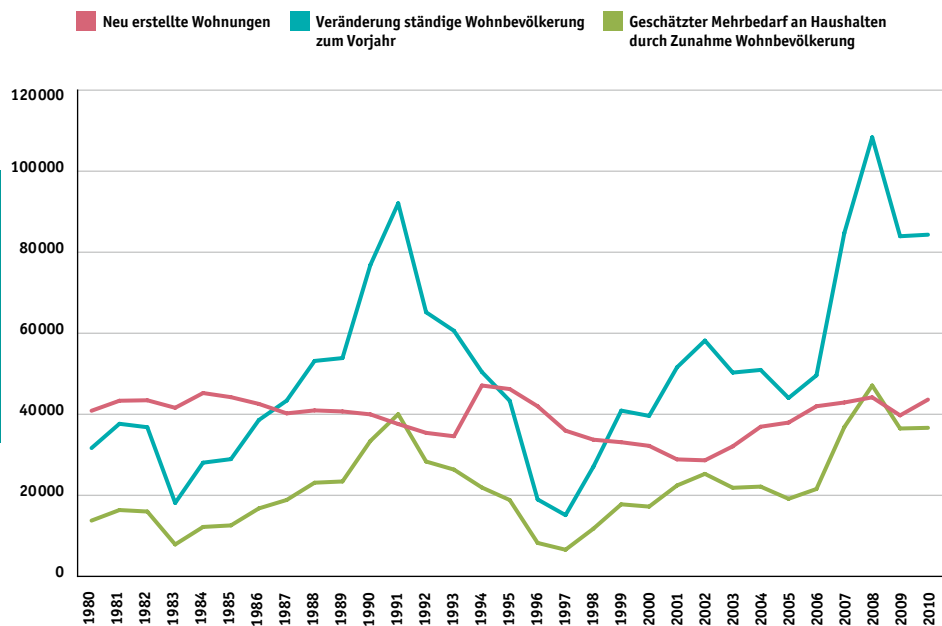
Immobilien sind noch aus einem anderen Grund besondere Güter, denn ihre Langlebigkeit beeinflusst die Funktionsweise des Immobilienmarktes nachhaltig. Eine Immobilie kann nicht beliebig rasch erstellt werden; das Angebot ist zumindest in der kurzen Frist



**Aline Müller**  
Ressort Wachstum und  
Wettbewerbspolitik,  
Staatssekretariat für  
Wirtschaft SECO, Bern

Grafik 1

**Geschätzter Mehrbedarf an Wohnungen durch Zunahme der ständigen Wohnbevölkerung gegenüber neu erstellten Wohnungen, 1980–2010**



Quelle: BFS, Müller / Die Volkswirtschaft

relativ starr. Glücklicherweise ist auch die Entwicklung auf der Nachfrageseite recht träge. Die Gesamtnachfrage nach Immobilien steigt stetig. Hier gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass die demografische Alterung in den nächsten Jahren Wirkung zeigen könnte. Die Zuwanderung kann indes kräftige Nachfrageimpulse auslösen. So werden die ständig steigenden Mietpreise um die Wirtschaftszentren der Schweiz häufig darauf zurückgeführt.

### Funktionsweise des Schweizer Immobilienmarktes

Seit Jahrzehnten ist die Zunahme an Wohnungen in der Schweiz relativ konstant, während bei der Bevölkerungsentwicklung stärkere Schwankungen zu verzeichnen waren. Ein Blick auf die Daten zur Aktivität auf dem Immobilienmarkt zeigt, dass das Angebot an Wohnraum mit einer gewissen Verzögerung auf Nachfrageveränderungen – etwa der Veränderung der ständigen Wohnbevölkerung – reagiert. Unter Berücksichtigung der durchschnittlichen Haushaltsgrosse von 2,3 Personen<sup>4</sup> kann die zusätzliche Nachfrage nach Wohnungen aufgrund der Bevölkerungsentwicklung geschätzt werden. In *Grafik 1* ist eine um zwei bis drei Jahre verzögerte Reaktion des Angebots auf die Nachfrage erkennbar. Kurzfristig wird diese Angebotsverzögerung zu Preisreaktionen führen. Dieselbe Funktionsweise gilt auch in einer Situation des Abschwungs: Das überschüssige Angebot kann selten in einen anderen Markt verschoben

oder anders genutzt werden, um die Preise gänzlich zu stabilisieren.

### Trägheit des Schweizer Immobilienmarktes

Diese eher konstante Entwicklung der Neubauten kann möglicherweise durch die Trägheit des Schweizer Immobilienmarktes erklärt werden. Im internationalen Vergleich liegt die Reaktionsfreudigkeit – bzw. die Elastizität – des Immobilienangebots in der Schweiz sehr tief, wie eine Schätzung der OECD in *Grafik 2* zeigt.<sup>5</sup>

Zur Schätzung der Angebotsreaktionsfähigkeit wurden die fundamentalen Treiber der Immobilienpreise herangezogen: das reale Einkommen, der Bestand an Wohnbauten, die Verfügbarkeit von Bauland, die Bevölkerungsentwicklung, die Altersstruktur sowie die Zuwanderung. Dem stehen die Kosten für Neuinvestitionen in Immobilien gegenüber, welche durch die realen Baukosten geprägt werden. Doch auch die Gesamtheit der realen inländischen Kredite beeinflusst die Preise, indem die Höhe der Zinsen die Gesamtheit der Nachfrager vergrössern oder verringern kann.

Die Reaktionsfreudigkeit des Angebots an neu erstellten Immobilien – bzw. die direkte Preiselastizität – gibt vor dem Hintergrund der Vielfalt dieser Einflussfaktoren nur ein vereinfachtes Bild vom Funktionieren des Immobilienmarktes wieder, ist aber dennoch ein innovatives Mass. Die Preiselastizität für das Angebot an neuen Immobilien misst, in welchem Ausmass das Immobilienangebot reagiert, wenn sich die realen Immobilienpreise ändern. Im Fall der Schweiz mit einer Elastizität von 0,15 bedeutet das, dass bei einer Preissteigerung von 10% das Angebot langfristig um 1,5% zunimmt. Das Schweizer Immobilienangebot reagiert somit relativ träge. Am anderen Ende der Skala steht der US-amerikanische Immobilienmarkt mit einer mehr als zehnfach höheren Preissensibilität. Veränderungen beim Angebot sind wichtig, weil sie bestimmen, inwieweit sich eine Zunahme der Nachfrage nach neuen Immobilien in höheren Preisen niederschlägt. Grundsätzlich überwiegen in der längeren Frist die Vorteile eines flexibleren Immobilienangebotes, da Nachfrageschocks schneller absorbiert werden können.

### Gründe für die Angebotsträgheit

Faktoren, auf welche die Angebotsträgheit im Schweizer Immobilienmarkt zurückzuführen sein könnte, gibt es einige. Zunächst haben regulatorische Rahmenbedingungen, welche vor einem Neubau zu befolgen sind und relativ langwierig sind, eine gewisse Bremswirkung. Weiter weist die Schweiz durch ihre geringe Grösse und bebaubare

4 Gemäss BFS wohnten zwischen 1980 und 2010 im Durchschnitt ca. 2,3 Personen pro Haushalt; die Tendenz ist sinkend.

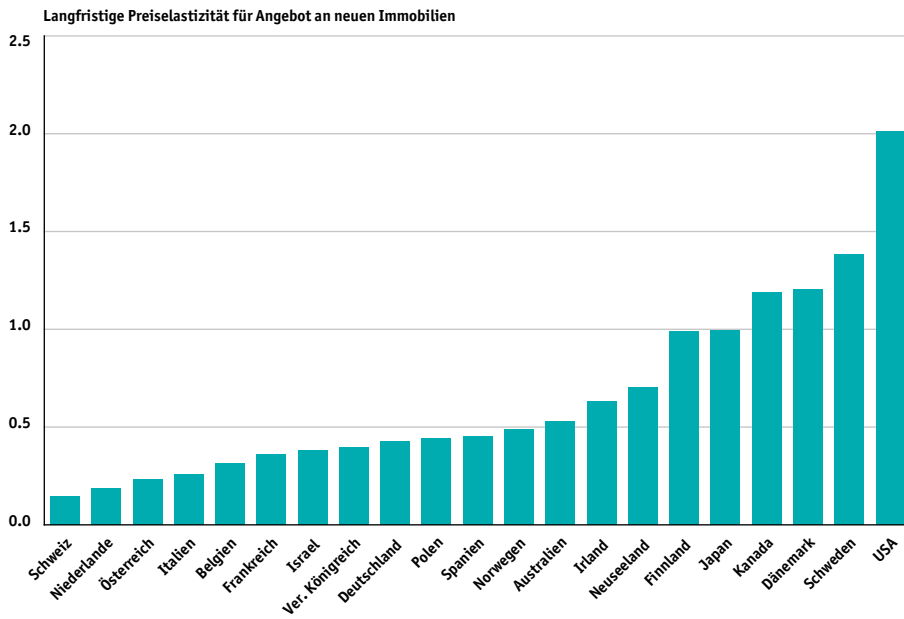
5 Für weitere Informationen vgl. Andrews, D. (2010), Real House Prices in OECD Countries: The Role of Demand Shocks and Structural and Policy Factors, OECD Economics Department Working Papers Nr. 831, OECD Publishing.

6 Von den 41'285 Quadratkilometern Landesfläche sind lediglich 6,8% als Siedlungsfläche genutzt.

7 Bezüglich der formellen Harmonisierung der Baubegriffe versucht eine interkantonale Vereinbarung der Bau-, Planungs- und Umweltdirektoren-Konferenz (BPUK) das Regulierungswirrwarr zu beseitigen. Auf nationaler Ebene wurde eine parlamentarische Initiative zu «Begriffen und Messweisen in Bau- und Nutzungsvorschriften. Harmonisierung» eingereicht (04.456).

Grafik 2

**Preissensibilität des Immobilienangebots im Ländervergleich, Anfang 1980er- bis Mitte 2000er-Jahre**

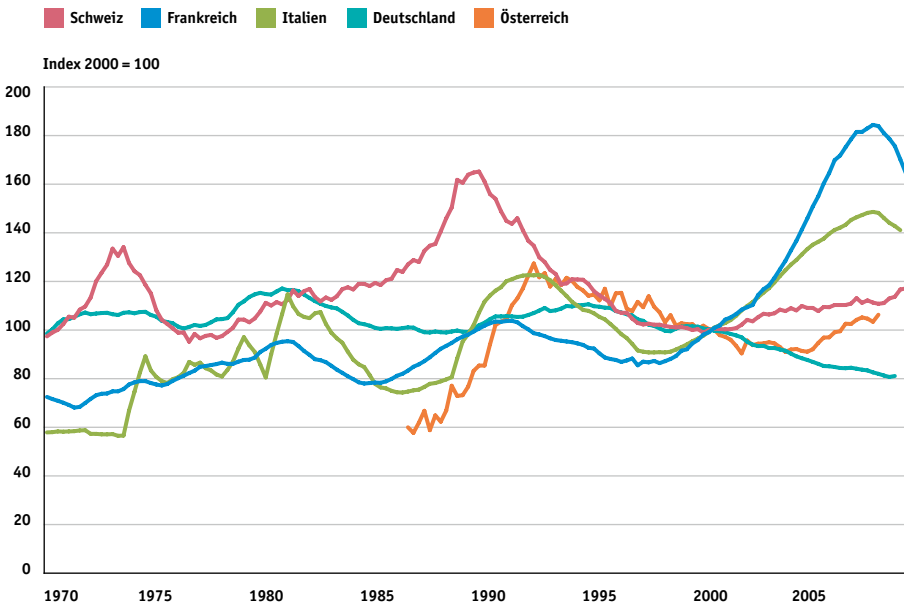


Quelle: OECD (Andrews, 2010) / Die Volkswirtschaft

Grafik 3

**Reale Immobilienpreisentwicklung in der Schweiz und den Nachbarländern, 1970–2009**

Nominalpreise deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex



Quelle: OECD (Caldera Sanchez, Johansson, 2011) / Die Volkswirtschaft

Siedlungsfläche eine hohe Bevölkerungsdichte auf.<sup>6</sup> Landressourcen sind somit naturgemäss beschränkt, und auch die Zonenplanung ist nicht beliebig schnell einer erhöhten Nachfrage anpassbar. Überdies wirkt sich ein eingeschränkter Wettbewerb in gewissen Bereichen der Baubranche negativ auf die Angebotsreaktionsfähigkeit aus.

Seit jeher war das Baurecht in der Schweiz kantonal geregelt, was zu unnötiger Behinderung des interkantonalen Wettbewerbs – z.B.

unter Architekten – führt. Die Heterogenität bezüglich eidgenössischer, kantonaler und kommunaler Bauregulierung, aber auch bezüglich der formellen Baubegriffe und Messweisen erschweren einen schweizweiten Wettbewerb, der die Angebotsreaktionsfreudigkeit steigern könnte.<sup>7</sup> Um mögliche Schlussfolgerungen betreffend Massnahmen für eine Entspannung der aktuellen Immobilienmarktsituation aufzuzeigen, ist es wichtig, all diese fundamentalen Faktoren vor Augen zu haben.

**Ursachen der Immobilienkrise Anfang der 1990er-Jahre**

Ein Blick auf eine längerfristige Entwicklung der realen Preise für Wohneigentum (vgl. Grafik 3) in der Schweiz zeigt, dass sich der Schweizer Immobilienmarkt – abgesehen von den Ereignissen Ende der 1980er-Jahre – relativ konstant entwickelt hat. Auch im Vergleich zu den Nachbarländern verhält er sich eher zurückhaltend. In einem schweizweiten Durchschnittspreisindex sind indes die regionalen Entwicklungen – und Immobilienmärkte sind per se regionale Märkte – weniger stark zu erkennen. Dennoch sind wichtige Trends darin zu erkennen.

**Expansive Geldpolitik und schwierige Konjunkturlage**

Der Immobilienzyklus Ende der 1980er- und zu Beginn der 1990er-Jahre kann auf eine expansive Geldpolitik und eine schwierige Konjunkturlage zurückgeführt werden (Teuerung 1990: 5,4%; 1991: 5,7%). Nach einem Zinshoch im Jahr 1981 folgte eine Phase mit tiefen Zinsen dank tiefen Teuerungsraten, steigenden Einkommen und eine Kreditexpansion der Banken. Zusammen mit den im Markt reinvestierten Gewinnen von Immobilienpromotoren dürften diese Faktoren die darauffolgende Immobilienblase genährt haben. Hinzu kamen die Fehler der Geldpolitik von Anfang 1989.

Aufgrund der verzögerten Angebotsreaktion zeigte sich die Angebotsspitze bei neuen Immobilien erst gegen 1992 auf dem Markt, als sich nach dem Anziehen der Zinsschraube 1990 die Konjunktur bereits merklich abgekühlt hatte. Die neu auf den Markt gelangenden Objekte waren gegenüber denjenigen aus den Jahren 1990 und 1991 zum Teil bereits günstiger erstellt worden. Dadurch verschärften sich die Solvenzprobleme jener, die schon gebaut hatten, noch zusätzlich. Die folgenden Wertverluste auf dem Schweizer Immobilienmarkt führten zu einer andauernden wirtschaftlichen Abkühlung. Zur lang anhaltenden Rezession in den 1990er-Jahren trugen allerdings noch andere Faktoren bei.

Kasten 1

### Was zeichnet eine Immobilienblase aus?

Reflektiert die aktuelle Preisentwicklung eine Blasenbildung? Oder ist der aktuelle nominale Preisanstieg auf fundamentale Veränderungen auf dem Immobilienmarkt zurückzuführen? Sind gar die finanziell motivierten Marktteilnehmer – die Spekulanten – schuld an der Preisentwicklung?

Die Definition einer Immobilienblase erweist sich als schwierig. In der Literatur werden verschiedene Ansätze diskutiert. Grundsätzlich wird von einer Blasenbildung ausgegangen, wenn die Erwartungen über die zukünftige Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt nicht auf fundamentalen, rationalen Preisüberlegungen beruhen und dies zu einem übermässigen Anstieg der Nachfrage führt. Häufig werden finanziell interessierte Investoren für diese Preisanstiege verantwortlich gemacht. Dabei treffen gerade diese ihre Entscheidungen häufig aufgrund von rationalen Erwartungen über die zu erwartende Rendite.

Für den schnellen Nachfrageanstieg während einer Blasenbildung gibt es verschiedene Erklärungen. Ein erfolgreiches Immobiliengeschäft kann zur Wiederholung des Investitionsvorhabens motivieren. Die steigenden Preise können neue Käuferschichten zum Kauf veranlassen, weil sie befürchten, sich eine Liegenschaft später überhaupt nicht mehr leisten zu können. Mit dem so ausgelösten Mehrangebot wird aber die langfristig vorhandene Nachfrage zunehmend befriedigt, so dass die Bereitschaft, immer höhere Preise zu bezahlen, schwindet, bis die Blase letztlich platzt.

Die Blase könnte an sich als Differenz zwischen dem tatsächlich bezahlten Preis und den fundamental belegbaren Preisen definiert werden. Bei den fundamental belegbaren Preisen sollte jedoch auch die zu erwartende Rendite der Immobilien berücksichtigt werden. Wenn aber die aktuelle Rendite den fundamental gerechtfertigten Preis nicht genügend bestimmt, bleibt dessen Festlegung ungewiss.

Solange fundamentale Faktoren einen Preisanstieg begründen und genügend Marktteilnehmer darauf vertrauen, kann kaum von einer Immobilienblase ausgegangen werden. Denkbar ist immerhin, dass bei schon stark gestiegenen Preisen die neuen Käufer ihre Markteinschätzung durch die Bereitschaft, einen höheren Einsatz an eigenem Kapital zu leisten, belegen müssen.

a Vgl. dazu u.a. Hilbers, Paul, Alexander W. Hoffmaister, Angana Banerji und Haiyan Shi, House Price Developments in Europe (2008): A Comparison, S. 39.

Eine merkliche Veränderung kann auf dem Schweizer Immobilienmarkt auch bezüglich der Eigentümer-/Mietstruktur festgestellt werden. Vermutlich wegen dem günstigen Zinsumfeld und der über viele Jahre anhaltend guten Konjunktursituation innerhalb der Schweiz zeigt sich, dass die international vergleichsweise sehr tiefe Wohneigentümerquote langsam, aber stetig steigt. Dies hat sowohl auf die Kauf- wie auf die Mietpreise einen grundlegenden Einfluss, da sich die Nachfrage entsprechend verändert hat.

### Wie kann und soll die Politik eingreifen?

Was kann und soll die Politik tun, um ein stabiles Gleichgewicht auf dem Immobilienmarkt zu bewirken, das Ansteigen der Immobilienpreise zu bremsen und eine Blasenbildung oder ihr Platzen zu verhindern? Das Ziel eines Eingreifens in einem Markt durch die Politik sollte sein, ein Marktversagen zu verhindern oder zu verringern. Die Ineffizienzen auf dem Immobilienmarkt sind zu minimieren, so etwa Asymmetrien von Informationen und Marktmacht zwischen den verschiedenen Akteuren. Um Preisabschläge zu dämpfen, bieten sich verschiedene Wege an:

- Das Angebot kann positiv beeinflusst werden durch Umzonung und Verfügbarmachung von Land sowie durch eine Harmonisierung und Vereinfachung der eidgenössischen, kantonalen und kommunalen Bau- und Planungsgesetzgebungen. Dies erscheint wirtschaftspolitisch wenig problematisch. Aus Sicht der Raumplanung und des Landschaftsschutzes dürfte dies jedoch schwierige Werturteile und Umsetzungsfragen mit sich bringen und deshalb nur bedingt als längerfristige Lösung in Frage kommen.
- Ein Instrument, welches vor allem die spekulativen Käufe als zentrales Problem einer Blasenbildung im Immobilienmarkt reduzieren könnte, wäre die Einführung neuer oder Erhöhung bestehender Steuern (z.B. Handänderungssteuer). Liegenschaftsgewinnsteuern sind immerhin weit verbreitet und berücksichtigen die Dauer des Besitzes einer Liegenschaft in beachtlichem Mass. Steuerfragen haben politisch jedoch häufig einen schwierigen Stand. Zudem führen sie zu gewissen Verzerrungen oder unerwünschten Verschiebungen im Markt.
- Der heute breit diskutierte Weg, aufsichtsrechtlich auf den Markt für die Finanzierung von Immobilien zu wirken, ist weniger verzerrend und basiert auf grundsätzlich sinnvollen Überlegungen. Für eine Belehnung von über 80% des Kauf-

preises einer Wohnimmobilie soll die kreditgebende Bank grundsätzlich zusätzliche Risikorückstellungen machen müssen. Dadurch soll einer übermässigen Kreditvergabe aufgrund des aktuell anhaltend tiefen Zinsniveaus entgegengewirkt werden. Von der Notwendigkeit dieser Massnahme ist auch der Bundesrat überzeugt, hat er doch die stärkere Risikogewichtung bei Wohnliegenschaften im August 2011 in die Wege geleitet.

- Ein weiterer Aspekt, der aktuell vermehrt Anlass zur Diskussion gibt, ist die steuerliche Abzugsfähigkeit von Hypothekenschuldzinsen. Diese staatliche Förderung der Verschuldung durch den Erwerb von Immobilien, verbunden mit dem aktuell tiefen Zinsniveau, könnte durchaus zu einer erhöhten Nachfrage nach Wohneigentum geführt haben und wegen der zögerlichen Reaktion des Angebots für Preissteigerungen verantwortlich sein.

### Zeit für eine Erhöhung der Zinssätze?

Auf Seiten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) besteht theoretisch die Möglichkeit, über eine Erhöhung der Zinssätze die Nachfrage etwas zu drosseln. Ein Zinsanstieg würde das Preisgefüge auf dem Immobilienmarkt voraussichtlich etwas korrigieren. Die bereits erwähnte Problematik der Tragbarkeit von Hypotheken käme zum Vorschein. Geschäfte mit einem hohen Belehnungsgrad und nicht ausreichender Tragbarkeitsprüfung könnten darin enden, dass plötzlich vermehrt Immobilien wieder auf den Markt kämen; das Angebot nähme zu, und die Preise würden sinken. Im aktuellen Währungsumfeld, in dem wir uns befinden, stellt dies aber – zumindest kurz- bis mittelfristig – kein valables Instrument dar.

Zusätzlich entschärft das Aufkommen langfristiger Festhypotheken die Brisanz möglicher Zinsveränderungen. Auch wenn – wie in *Grafik 1* ersichtlich – gewisse Parallelen zwischen der aktuellen Situation und der letzten Immobilienkrise zu Beginn der 1990er-Jahre bestehen, so dürfte sich die heutige Situation in verschiedenen Bereichen anders präsentieren, wie *Grafik 3* in Bezug auf die reale Immobilienpreisentwicklung aufzeigt. Dennoch gilt es, die aktuellen Geschehnisse mit grosser Aufmerksamkeit weiter zu verfolgen und nötigenfalls einzugreifen.