

Notenbankpolitik und Immobilienmarktentwicklung

Referat von

Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der

Schweizerischen Nationalbank

8. Internationales Symposium der "Group of Fifteen", Technopark Zürich

Donnerstag, 1. Februar 2007

Der Referent dankt Frau Elizabeth Steiner, Organisationseinheit Konjunktur der Schweizerischen Nationalbank, Zürich, für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Die schweizerische Bau- und Immobilienbranche ist im Aufwind. Sie hat in starkem Masse zum konjunkturellen Aufschwung der letzten Jahre beigetragen und kann optimistisch in die Zukunft blicken. Ich denke deshalb, dass die Stimmung an diesem 8. Internationalen Symposium der "Group of Fifteen" ausgezeichnet sein muss. Das ist aber nicht der einzige Grund, weshalb ich die Einladung, an dieser Veranstaltung teilzunehmen, sehr gerne angenommen habe.

Ich bin der Einladung gerne gefolgt, weil die Thematik *Geldpolitik und Immobilienmarkt* für die Schweizerische Nationalbank wichtig ist. Wie Sie vielleicht wissen, haben wir in unseren Erläuterungen zu den Zinsentscheiden immer wieder darauf hingewiesen, dass wir die Entwicklung des Immobilienmarktes aufmerksam verfolgen. Lassen Sie mich im Folgenden zeigen, welche Überlegungen dabei im Vordergrund stehen. Ich beginne mit ein paar allgemeinen Bemerkungen zur volkswirtschaftlichen Bedeutung des Immobilienmarktes. Danach werde ich die Gründe erläutern, die diesen Markt und speziell die Entwicklung der Immobilienpreise für Zentralbanken wichtig machen. Es folgt eine Einschätzung der heutigen Lage auf dem schweizerischen Wohnungsmarkt. Dabei werde ich kurz auch die Entwicklung in anderen Ländern streifen. Ich schliesse mit einem kurzen Ausblick.

1. Volkswirtschaftliche Bedeutung des Immobilienmarktes

Der Immobilienmarkt im weiteren Sinne – also nicht nur die Vermarktung von Immobilien – bringt drei wichtige Gruppen von Wirtschaftsteilnehmern zusammen. Es sind dies, erstens, die Baubranche als Produzenten, zweitens die privaten Haushalte und Unternehmen als Eigentümer und Benützer der Liegenschaften und drittens die Banken als bedeutendste Finanzierungsquelle für Investoren am Immobilienmarkt. Durch das Zusammenspiel dieser drei Akteure wird die Versorgung der Volkswirtschaft mit Immobilien sichergestellt. Es versteht sich von selbst, dass die Verfügbarkeit hochwertiger Wohn- und Gewerbebauten unsere Lebensqualität wie auch die Leistungsfähigkeit unserer Volkswirtschaft positiv beeinflusst.

Lassen Sie mich die Bedeutung der gesamten Immobilienwirtschaft anhand von ein paar Kennzahlen verdeutlichen. Der Anteil der Baubranche an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung beträgt rund 6% und ihr Anteil an der Beschäftigung rund 9%. Eindrücklicher sind die Fakten, die sich auf Bestandesgrössen beziehen. So betrug der Wert des gesamten Gebäudebestandes im Jahre 2005 rund 800 Mrd. Franken und machte damit rund 60% des gesamten Realkapitalbestandes der Schweiz aus. Ähnliches zeigt die

Finanzierungsseite. Der grösste Teil der Immobilienfinanzierung erfolgt bekanntlich über die Geschäftsbanken. Im Jahre 2005 machten die Hypothekarkredite gut 80% der inländischen Kredite der Banken in der Schweiz aus. Man kann davon ausgehen, dass ein beachtlicher Teil der insgesamt rund 120'000 Personen, die im Bankensektor arbeiten, mit dem Hypothekargeschäft zu tun haben.

Wie ich in Ihrem Kreis kaum weiter erklären muss, blickt der schweizerische Immobilienmarkt auf erfreuliche Jahre zurück. Die realen Bauinvestitionen nahmen im Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2006 um durchschnittlich 2,5% pro Jahr zu und stiegen damit stärker als das reale BIP. Ein besonders dynamisches Segment war dabei der Wohnungsbau mit durchschnittlich über 36'000 neuen Wohneinheiten pro Jahr; im letzten Jahr dürften es etwa 41'000 gewesen sein. Diese kräftige Investitionstätigkeit ging Hand in Hand mit einem verstärkten Wachstum der Hypothekarkredite. Von 2000 bis 2006 nahm der Bestand der Hypothekarforderungen um insgesamt 33% zu; das entspricht einem jährlichen Wachstum von knapp 5%.

Die Prosperität des Immobilienmarktes widerspiegelte sich auch in der Preisentwicklung von Liegenschaften. Nach einer langen Phase sinkender Immobilienpreise in den 90er Jahren zeigen die verschiedenen für die Schweiz und einzelne Regionen verfügbaren Immobilienpreisindizes wieder nach oben. Gemessen am gesamtschweizerischen Index von Wüest & Partner stiegen die Preise von Eigentumswohnungen von 2000 bis 2006 um knapp einen Drittel und diejenigen von Einfamilienhäusern um knapp einen Fünftel. Die Marktmieten – welche das grösste Segment des Wohnungsmarktes abdecken und einen Hinweis auf die Rentabilität von Investitionen im Mietwohnungsbau geben – stiegen im gleichen Zeitraum um gut 20%. Fasst man die Produktions- und Finanzierungsseite zusammen, so zeigt sich, dass der Immobilienmarkt zu den stärksten Segmenten im gegenwärtigen Aufschwung gehört.

2. Bedeutung der Immobilienpreise für die Geldpolitik

Was macht nun die Bedeutung des Immobilienmarktes für die Geldpolitik aus? Darauf angesprochen, wird ein Zentralbankvertreter in der Regel rasch auf die Entwicklung der Immobilienpreise zu sprechen kommen. Weshalb aber interessieren sich Zentralbanken für die Immobilienpreise?

Rolle der Immobilienpreise in der laufenden Konjunktur- und Preisanalyse

Es sind zunächst im Wesentlichen drei Gründe, die dafür verantwortlich sind, dass die Immobilienpreise in der laufenden Konjunktur- und Preisanalyse eine bedeutende Rolle spielen:

- Der erste Grund liegt darin, dass Immobilienpreise das Vermögen der privaten Haushalte und damit den privaten Konsum beeinflussen. In einigen Ländern ist dieser Zusammenhang gut nachweisbar. Zwar sind die empirischen Ergebnisse in der Schweiz weniger eindeutig, was teilweise damit begründet werden kann, dass rund zwei Drittel der Bevölkerung in Mietwohnungen leben. Tendenziell besteht aber auch in der Schweiz zwischen der Entwicklung des Haushaltsvermögens und dem privaten Konsum ein positiver Zusammenhang.
- Ein zweiter Grund sind die Mietpreise, die unmittelbar in den Konsumentenpreisindex eingehen. In der Schweiz ist ihr Gewicht im Warenkorb mit knapp 20% sogar überdurchschnittlich hoch. Zwischen Mieten und Immobilienpreisen besteht vor allem mittel- und langfristig eine enge Beziehung. Veränderungen der Immobilienpreise beeinflussen deshalb über kurz oder lang auch den Konsumentenpreisindex.
- Ein dritter Grund für das Interesse der Zentralbanken an den Immobilienpreisen hat mit der Immobilienfinanzierung zu tun. Bei der Finanzierung von Immobilien dienen die Liegenschaften in der Regel als Sicherheiten. Steigen die Immobilienpreise, so nimmt der Wert dieser Sicherheiten zu. Die privaten Haushalte und Unternehmen werden kreditwürdiger und die Banken sind bereit, die Mittel zu günstigeren Bedingungen zur Verfügung zu stellen. Unter sonst gleichen Bedingungen – wie dies im Jargon der Ökonomen heisst – können steigende Immobilienpreise damit die Investitionstätigkeit und das Wirtschaftswachstum stimulieren.

Diese drei Beispiele zeigen, wie die Immobilienpreise den Konjunkturverlauf und die Entwicklung der Konsumentenpreise über verschiedene Kanäle beeinflussen. Zusammen mit anderen Einflussfaktoren werden sie deshalb von den Zentralbanken regelmässig analysiert und in die Einschätzung der Inflationsaussichten mit einbezogen.

Was tun bei starken Veränderungen der Immobilienpreise?

Unter normalen Umständen bereiten Veränderungen der Immobilienpreise den Zentralbanken keine speziellen Probleme. Hellhörig werden diese jedoch, wenn die Immobilienpreise innert kurzer Zeit stark ansteigen.

Selbstverständlich ist nicht jede starke Bewegung der Immobilienpreise fragwürdig. So kann es zum Beispiel sein, dass ein rascher Preisanstieg durch einen Rückgang des Zinsniveaus oder durch die Verstärkung des Wirtschaftswachstums ausgelöst wird. In diesen Fällen steht der Anstieg der Immobilienpreise in Einklang mit den Fundamentalfaktoren der Wirtschaft. Dies bedeutet im Wesentlichen, dass die Preisentwicklung als nachhaltig betrachtet werden kann.

Es gibt daneben aber auch Fälle, in denen ein Anstieg der Immobilienpreise nicht mehr durch Veränderungen von Fundamentalfaktoren verursacht wird. Ähnlich wie die Preise anderer Vermögensanlagen – Aktien oder Gold zum Beispiel – können auch die Immobilienpreise allein durch die Spekulation auf weitere Preissteigerungen getrieben werden. Zwar zeigt die Erfahrung, dass sich eine solche Entwicklung früher oder später korrigiert und die Marktpreise wieder zurück zu ihren Gleichgewichtspreisen tendieren. Es ist aber möglich, dass Immobilienpreise längere Zeit auf einem überhöhten Niveau bleiben. Dies kann dazu führen, dass über Jahre hinweg viel zu viel in diesen Sektor investiert wird und sich in der Volkswirtschaft ein Störpotenzial in Form künftiger Investitionsruinen aufbaut. Es fällt Zentralbanken natürlich schwer, einer solchen Preisentwicklung, die sich kaum mehr erklären lässt, gelassen zuzuschauen. Tatsache ist aber, dass ein Eingreifen ebenfalls problematisch ist.

Die Schwierigkeit liegt zunächst darin zu erkennen, ob tatsächlich eine spekulative Blase vorliegt, oder ob ein Preisanstieg nicht doch durch Fundamentalfaktoren verursacht wird und damit nachhaltig ist. Die meisten Zentralbanken werden zugeben, dass sie letztlich darüber nicht viel mehr wissen als die Marktteilnehmer.

Die Schwierigkeiten gehen aber noch weiter. Selbst wenn eine Zentralbank eine Spekulationsblase identifizieren kann, ist es nicht zwangsläufig ratsam, mit einer Straffung der Geldpolitik zu reagieren. Es gibt zwar Zentralbankökonomien, die dafür plädieren. Mehrheitlich scheint aber doch die Meinung vorzuherrschen, dass die Zentralbanken sich auch in einem solchen Fall zurückhalten sollten. Es geht – wie so oft – um ein Abwägen von Kosten und Nutzen. Während eine Anhebung der Zinssätze zwar die Konjunktur dämpft, ist keineswegs sicher, dass dadurch der Anstieg der Vermögenspreise gestoppt werden kann. Oder anders ausgedrückt: Die Kosten eines geldpolitischen Bremsmanövers in Form von Produktions- und Beschäftigungsverlusten fallen mit grösserer Sicherheit an als der Nutzen. Eine Zentralbank kann mit anderen Worten kaum abschätzen, ob sich ihre geldpolitische Aktion lohnt oder ob sie nicht die Probleme, die sie eigentlich entschärfen will, noch vergrössert.

Die Erfahrungen der Schweiz in den 90er Jahren

Wie immer man die Gründe für und gegen ein Eingreifen der Geldpolitik gewichten will: Es ändert nichts daran, dass eine rasche Umkehr der Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt in einer Volkswirtschaft unter Umständen grossen Schaden anrichten kann.

Dies hat die Schweiz in den 90er Jahren deutlich zu spüren bekommen. Die Immobilienpreise stiegen zwischen 1986 und 1992 massiv an. Um 1990 war der Wendepunkt erreicht. Die anschliessende Talfahrt hielt bis zum Ende der 90er Jahre an. Am Ende lagen die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen um rund 25% unter dem vorangegangenen Höchststand. Gleichzeitig fielen die Marktmieten um fast 40%. Die Folgen des Preisrückgangs waren gravierend. Die Bauwirtschaft geriet in eine Rezession. Die Haushalte und Unternehmen erlitten hohe Vermögensverluste und die Banken sahen sich mit massiven Kreditausfällen konfrontiert. Das Bankensystem als ganzes war damit zwar nicht in Gefahr. Es dauerte aber Jahre, bis die Banken die Verluste auf ihrem Kreditportefeuille abgeschrieben hatten. Und die Vermögensverluste der Haushalte dürften einer der Gründe gewesen sein, weshalb sich der private Konsum in den 90er Jahren so schleppend entwickelte.

Aus den negativen Erfahrungen sind Lehren gezogen worden. Wir stellen fest, dass die Banken heute mit den verschiedenen Risiken im Hypothekengeschäft vorsichtiger umgehen als damals. Sie verwenden ausgefeilte Risikobewertungsmodelle, die eine risikogerechtere Differenzierung der Schuldner und eine bessere Abschätzung des tragbaren Belehnungsgrades ermöglichen. Hilfreich war auch die Entwicklung aussagekräftiger Immobilienpreisindizes durch Banken und Immobilienfirmen. Dank dieser Anstrengungen sind alle Beteiligten heute über die Preisentwicklung auf dem schweizerischen Immobilienmarkt weit besser informiert als vor 1990.

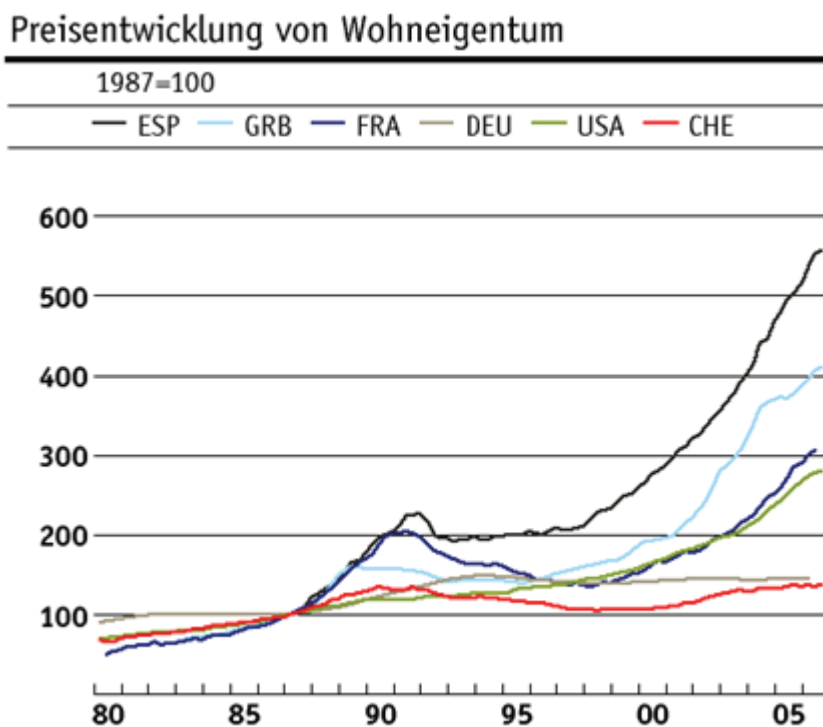
Die Erfahrungen aus den 90er Jahren haben auch die Nationalbank gegenüber der Entwicklung am Immobilienmarkt sensibilisiert. Wir verfolgen die Entwicklung der Immobilienpreise und des Hypothekarmarktes aufmerksam. Auch prüfen wir regelmässig die Sensitivität der Banken bezüglich Veränderungen der Immobilienpreise und veröffentlichen diese Ergebnisse auszugsweise in unserem jährlichen Bericht über die Finanzstabilität.

3. Einschätzung des Wohnungsmarktes aus Sicht der Nationalbank

Damit möchte ich auf unsere Einschätzung der Lage am schweizerischen Wohnungsmarkt, des grössten Bereichs des Immobilienmarktes, zu sprechen kommen. Um das wichtigste Ergebnis gleich vorwegzunehmen: Obwohl es erhebliche regionale Unterschiede gibt, sehen wir den schweizerischen Wohnungsmarkt in einer ausgeglichenen Verfassung. Lassen Sie mich dies anhand von drei Grafiken illustrieren.

Ich möchte zuerst einen internationalen Vergleich anstellen. Grafik 1 zeigt die Preisentwicklung von Wohneigentum in der Schweiz, in Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Spanien und in den USA.

Graphik 1



Zunächst fällt auf, dass die Preise in den meisten Ländern seit Mitte der 90er Jahre massiv gestiegen sind. In Frankreich und den USA beispielsweise haben sie sich verdoppelt. Noch ausgeprägter war der Anstieg in Grossbritannien und in Spanien, wo sich die Preise zwischen 1995 und 2005 verdreifacht oder gar vervierfacht haben. Ganz anders die Lage in Deutschland und in der Schweiz: In Deutschland sind die Preise für Wohneigentum in den letzten zehn Jahren praktisch flach geblieben, während sie in der Schweiz über diese Periode hinweg um insgesamt 3% sanken.

Die Frage lautet nun, ob die jüngste Preisentwicklung am Immobilienmarkt angemessen ist oder ob sie den Zentralbanken Sorge bereiten muss. Die OECD ist dieser Frage vor

kurzem in einer Studie nachgegangen, in der die Immobilienpreisentwicklung in 12 Industrieländern untersucht wird.¹ Die Untersuchung geht davon aus, dass die Preisentwicklung als angemessen zu betrachten ist, wenn sie durch Fundamentalfaktoren wie die Entwicklung des Einkommens, der Zinssätze, der Bevölkerung und des verfügbaren Wohnungsbestandes erklärt werden kann. Steigen die Preise wesentlich stärker, so signalisiert dies gemäss der Studie eine Überbewertung.

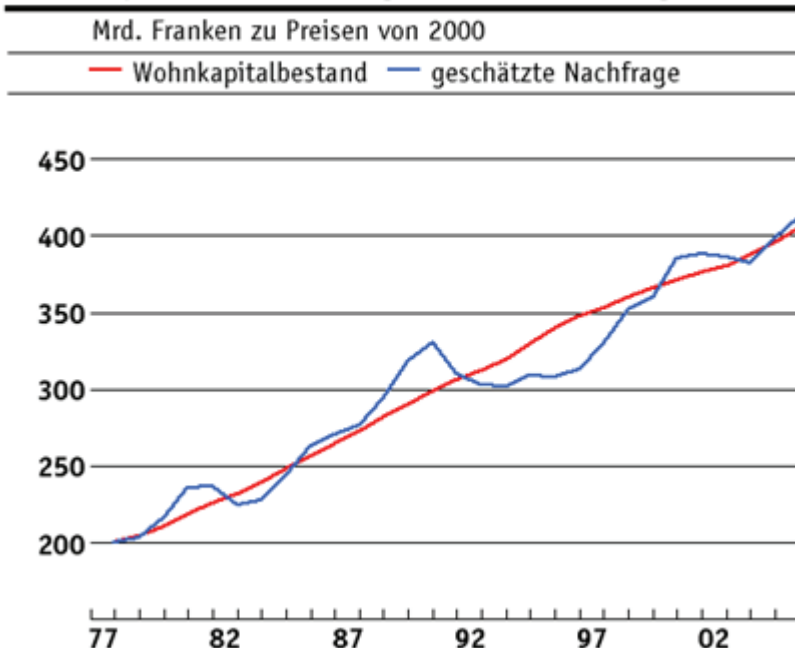
Die OECD kommt zum Schluss, dass sich die Entwicklung der Immobilienpreise in den meisten der untersuchten Länder gut durch die fundamentalen Einflussfaktoren erklären lässt. Dies gilt sowohl für Länder mit stark steigenden Immobilienpreisen als auch für Länder wie Deutschland und die Schweiz, wo sich die Preise in den letzten Jahren moderat entwickelt haben. Im Falle von Grossbritannien und Spanien ortete die OECD allerdings Anzeichen einer Überhitzung. Wir haben bei der Nationalbank eine interne Untersuchung der schweizerischen Immobilienpreise durchgeführt, die ähnliche Fundamentalfaktoren zur Erklärung heranzieht. Sie kommt zum selben Schluss wie die Untersuchung der OECD. Lassen Sie mich anhand von Grafik 2 und 3 kurz die wichtigsten Zusammenhänge für die Schweiz illustrieren.

Grafik 2 zeigt die Entwicklung des effektiven Wohnkapitalbestandes und der geschätzten Nachfrage nach Wohnbauten in der Schweiz. Die rote Linie stellt die Entwicklung des Wohnkapitalbestandes zu Preisen des Jahres 2000 dar, wie ihn das Bundesamt für Statistik ausweist. Wie man sieht, verläuft die Kurve relativ glatt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Wohnkapitalbestand von den relativ stark schwankenden jährlichen Wohnbauinvestitionen nur wenig beeinflusst wird, weil er im Vergleich zu diesen wesentlich grösser ist. Der Wohnkapitalbestand ist seit 1975 jährlich um 2,5% gestiegen und hat sich damit in den letzten dreissig Jahren mehr als verdoppelt. Im gleichen Zeitraum nahm das reale BIP lediglich um 1,2% pro Jahr zu, d.h. nur halb so rasch wie der Wohnkapitalbestand.

¹ Quelle: Mike Kennedy, House price developments: the role of fundamentals, OECD (2006)

Graphik 2

Wohnkapitalbestand und geschätzte Nachfrage



Die blaue Linie stellt die von uns geschätzte Nachfrage nach Wohnraum dar. Als erklärende Faktoren fließen dabei das Pro-Kopf-Einkommen sowie die Nominalzinssätze in die Schätzgleichung ein. Der Einfluss der stark schwankenden Zinssätze erklärt denn auch, weshalb die geschätzte Nachfrage nach Wohnraum stärker fluktuiert als der effektive Wohnkapitalbestand. Der Wohnungsmarkt befindet sich grundsätzlich im Gleichgewicht, wenn die blaue Linie, d.h. die geschätzte Nachfrage nach Wohnungen nahe bei der roten Linie, d.h. nahe beim bestehenden Wohnkapitalbestand, liegt.

Wie Sie aus Grafik 2 entnehmen können, befand sich der schweizerische Wohnungsmarkt gemäss unseren Schätzungen in den Jahren 2002 bis 2005 weitgehend im Gleichgewicht. Dies gilt zumindest für den gesamtschweizerischen Durchschnitt. Das Ergebnis zeigt insbesondere, dass das Angebot an Wohnungen in den letzten Jahren mit der steigenden Nachfrage Schritt hielt, oder – anders ausgedrückt – die kräftige Wohnbautätigkeit der letzten Jahre gerechtfertigt war. Ganz anders präsentierte sich die Lage in den 80er und 90er Jahren. Wie die Grafik zeigt, war die geschätzte Nachfrage nach Wohnraum Ende der 80er Jahre massiv höher als das Angebot. Umgekehrt bestand in den 90er Jahren ein grosses Überangebot auf dem Wohnungsmarkt. Wie es zu diesen Entwicklungen kam, ist nach wie vor teilweise umstritten. Mit im Spiel war die Geldpolitik der Nationalbank, die im Rückblick in der zweiten Hälfte der 80er Jahre zu expansiv war und deshalb Ende der 80er Jahre und Anfang der 90er Jahre korrigiert werden musste. Daneben gab es aber

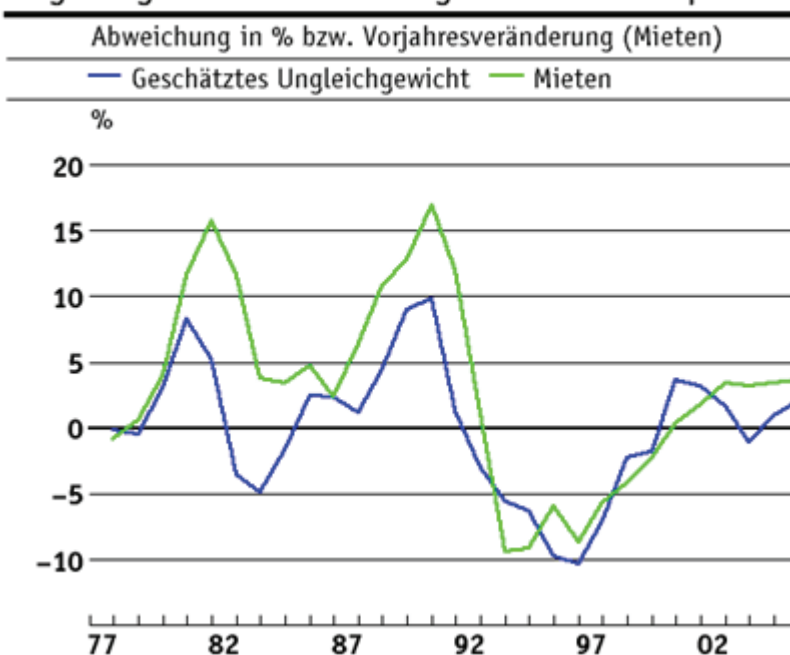
noch eine Reihe anderer Faktoren, welche diese langen Phasen einer unausgeglichene Entwicklung auf dem schweizerischen Wohnungsmarkt begünstigten.

Lassen Sie mich damit zu Grafik 3 übergehen, welche den Zusammenhang zwischen dem Ungleichgewicht und der Preisentwicklung am Wohnungsmarkt illustriert. Als Indikator für die Preisentwicklung haben wir diesmal die Entwicklung der Marktmieten herangezogen, um ein möglichst grosses Marktsegment abzudecken. Das Bild ändert sich jedoch nur wenig, wenn wir an Stelle der Marktmieten die Preise von Eigentumswohnungen oder Einfamilienhäusern heranziehen.

Die blaue Linie in Grafik 3 zeigt die Abweichung der geschätzten Nachfrage vom Wohnungsangebot, d.h. die Differenz zwischen den beiden Linien, die wir bereits in Grafik 2 gesehen haben. Befindet sich die blaue Linie über der Nulllinie, signalisiert dies einen Nachfrageüberhang nach Wohnraum, befindet sie sich darunter, handelt es sich um einen Angebotsüberhang. Die grüne Linie zeigt demgegenüber die Veränderung der Marktmieten im Vergleich zum Vorjahr. Aus der Grafik geht wie erwartet hervor, dass die Mietpreise tendenziell steigen, wenn ein Nachfrageüberhang vorliegt und sinken, wenn ein Angebotsüberhang besteht. Klar zu erkennen ist auch der starke Anstieg der Mietpreise am Ende der 80er Jahre, der mit dem damaligen Nachfrageüberhang verbunden war. Ebenso eindrücklich ist die lange Phase rückläufiger Preise in den 90er Jahren, die durch das Überangebot am Wohnungsmarkt ausgelöst wurde.

Graphik 3

Ungleichgewicht auf Wohnungsmarkt und Mietpreise



Seit Ende der 90er Jahre signalisiert nun die blaue Linie einen Nachfrageüberhang. Dementsprechend haben auch die Marktmieten in den letzten Jahren angezogen. Sowohl der geschätzte Nachfrageüberhang als auch die beobachteten Preissteigerungen der letzten Jahre sind jedoch sehr moderat. Daraus schliessen wir, dass sich der gesamtschweizerische Wohnungsmarkt zur Zeit in einer recht ausgeglichenen Verfassung befindet. Diese Betrachtung gilt – wie bereits erwähnt – für die gesamte Schweiz. Eine regionale Betrachtung würde klare Unterschiede zeigen, mit teilweise deutlich stärkeren Preissteigerungen. Auch in diesen Fällen lässt sich die Preisentwicklung jedoch recht gut durch die für die einzelnen Regionen verfügbaren Fundamentalfaktoren erklären. Dazu gehört insbesondere der regional unterschiedliche Anstieg der Wohnbevölkerung.

4. Zusammenfassung und Ausblick

Lassen Sie mich zum Schluss die wichtigsten Punkte meines Referates nochmals kurz zusammenfassen. Aus einer Reihe von Gründen ist der Immobilienmarkt für die Nationalbank von erheblichem Interesse. Besondere Aufmerksamkeit schenken wir dabei der Entwicklung der Immobilienpreise, die den privaten Konsum, die Investitionen und die Kreditfähigkeit der Banken beeinflussen können und zudem über das Segment der Mietpreise direkt in den Konsumentenpreisindex einfließen. Unsere Geldpolitik ist darauf ausgerichtet, die Preisstabilität – gemessen an der Entwicklung der Konsumentenpreise – zu gewährleisten. Wir würden deshalb unsere Geldpolitik mit Sicherheit anpassen, wenn wir damit rechnen müssten, dass die Entwicklung auf dem Immobilienmarkt die gesamtwirtschaftliche Preisstabilität gefährdet.

Der schweizerische Immobilienmarkt hat sich in den letzten Jahren sehr erfreulich entwickelt und einen grossen Beitrag zum wirtschaftlichen Aufschwung geleistet. Nach unserer Einschätzung befindet sich insbesondere der Wohnungsmarkt heute in einer ausgeglichenen Verfassung. Es gibt deshalb zur Zeit keinen Grund zur Besorgnis. Wir werden die Entwicklung jedoch weiterhin aufmerksam verfolgen. Es sind einige Faktoren im Auge zu behalten, welche die Nachfrage nach Wohnraum in Zukunft verstärken könnten. So befindet sich die schweizerische Konjunktur im Aufwind und die Einkommen steigen, ebenso wie die Preise von Vermögensanlagen. Ein zusätzlicher Druck könnte auch durch die demografische Entwicklung entstehen. Seit Einführung der Personenfreizügigkeit mit der EU vor bald fünf Jahren sehen wir beispielsweise eine recht starke Zuwanderung gut ausgebildeter, kaufkräftiger Personen. Dies alles erhöht tendenziell die Nachfrage nach Wohnraum. Bis jetzt vermochte das Angebot mit der steigenden Nachfrage Schritt zu halten. Bei einer verstärkten Nachfrage könnte es aber

infolge der trägen Anpassung des Angebots durchaus zu stärkeren Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt kommen. Es wäre dann die Aufgabe der Nationalbank, in einem solchen, schwierigeren Umfeld dafür zu sorgen, dass die Entwicklung der Immobilienpreise die Preisstabilität als ganzes nicht gefährdet.