

**Embargo: 18. Dezember 2007, 18:00**

**Fallende Immobilienpreise in den USA,  
steigende Immobilienpreise in der Schweiz und  
deren Bedeutung für die Geldpolitik der SNB**

Thomas J. Jordan\*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Chur

Forschungsstelle für Wirtschaftspolitik

18. Dezember 2007

---

\* Der Referent dankt Zoltan Szelyes und Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

## **Einleitung**

Fallende Immobilienpreise<sup>1</sup> in den USA und ihre weltweiten Auswirkungen halten in diesem Jahr die Finanzmärkte und die Zentralbanken in Atem. Für Zentralbanken sind die Immobilienmärkte aus drei Gründen von besonderer Bedeutung: Erstens beeinflussen Immobilienpreise die Inflation. Zweitens können Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt bedeutende Effekte auf die Gesamtwirtschaft haben. Und schliesslich kann sich drittens die Immobilienmarktentwicklung auch stark auf die Finanzmärkte auswirken und so die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Vor dem Hintergrund der amerikanischen Immobilien- und Hypothekarkrise gilt es für die Schweizerische Nationalbank zu analysieren, wie die heutige Entwicklung auf dem Schweizer Immobilienmarkt im Vergleich mit den USA und den eigenen historischen Erfahrungen einzuordnen ist.

Im Folgenden möchte ich zunächst die Entwicklung auf dem US-Immobilienmarkt schildern und auf deren Auswirkungen auf die Finanzmärkte eingehen. Danach werde ich den amerikanischen mit dem Schweizer Immobilienmarkt vergleichen. Zum Schluss werde ich erläutern, weshalb der Schweizer Immobilienmarkt für die Nationalbank wichtig ist und wie die SNB die Immobilienpreisentwicklung in ihrer Inflationsprognose berücksichtigt.

## **Entwicklungen auf dem US-Immobilienmarkt**

Der US-Immobilienmarkt durchlief seit Mitte der 1990er Jahre zwei entgegengesetzte Phasen: Eine Boomphase zwischen 1995 und 2005 und eine relativ deutliche Korrekturphase seit Ende 2005. Lassen Sie mich diese beiden Phasen einzeln erläutern:

### Phase 1995 bis 2005

Der Markt für Wohnimmobilien erlebte in den USA zwischen 1995 und 2005 einen lang anhaltenden Boom. Folie 3 illustriert die steile Aufwärtsentwicklung der Bau- und Verkaufsvolumen sowie der Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten. In den besagten 10 Jahren verdoppelten sich die wichtigsten Eckdaten des Marktes für Wohnimmobilien: Die Zahl der verkauften Einfamilienhäuser stieg von ungefähr vier Millionen auf über sieben Millionen pro Jahr an, das jährliche Bauvolumen erhöhte sich von ca. einer auf über zwei Millionen Einheiten. Parallel dazu verdoppelten sich landesweit die Preise von Wohnimmobilien, wie Folie 4 zeigt.

Im Zusammenhang mit diesem starken Anstieg der Preise für Wohnimmobilien in den USA wurde vielfach der Begriff der „Immobilienpreisblase“ verwendet. Was ist darunter genau zu verstehen? Dieser Begriff bezieht sich auf eine Preisentwicklung, die nicht nachhaltig, sondern durch übertriebene Erwartungen gekennzeichnet ist.<sup>2</sup> Mit anderen Worten: in einer

---

<sup>1</sup> Der Begriff „Immobilien“ bezieht sich im gesamten Referat auf das Wohnimmobiliensegment, da von diesem Immobiliensegment die wichtigsten Impulse auf die makroökonomische Entwicklung ausgehen. Das Segment der Geschäftsimmobilien wird hier nicht beleuchtet.

<sup>2</sup> Siehe auch „Bubbles“, Charles Kindleberger, The New Palgrave Dictionary of Money and Finance (1992).

Immobilienblase kaufen die Marktteilnehmer Immobilien, weil sie steigende Preise beobachten und erwarten, dass die Preise weiter steigen. Der Käufer ist somit bereit, einen Preis zu bezahlen, der höher ist als der direkte Ertrag der Liegenschaft, die Nettomietzinseinnahmen, eigentlich als sinnvoll erscheinen lassen würde. Dabei muss betont werden, dass steigende Preise nicht notwendigerweise mit einer Blase gleichzusetzen sind. Änderungen von bestimmten Rahmenbedingungen und ein starkes Wirtschaftswachstum können plötzlich in bestimmten Gebieten nachhaltig höhere Immobilienpreise bewirken.

Das frühzeitige Erkennen einer Immobilienblase – wie im Übrigen auch von anderen Finanzmarktblasen – ist a priori äusserst schwierig.<sup>3</sup> Oftmals gründet eine spekulative Tendenz in einer anfänglich gesunden Entwicklung. In der Literatur werden verschiedene Ansätze zur Identifikation von Immobilienblasen aufgeführt. So zum Beispiel, die Entwicklung des Verhältnisses der Häuserpreise zu den Mietpreisen oder zu den Einkommen. Erfolgversprechend sind auch psychologische Ansätze zur Bestimmung von Blasen. Diese gehen davon aus, dass eine Immobilienblase dann existiert, wenn das Verhalten der Akteure anders ist als unter rationalen Marktbedingungen. Professor Shiller<sup>4</sup> von der Yale-University hat in diesem Zusammenhang bereits 2003 Evidenz für Blasen in einigen US-Städten gefunden. Auch zahlreiche andere Analysen<sup>5</sup> legen die Schlussfolgerung nahe, dass die Häuserpreise in den USA ihre nachhaltigen Werte in den letzten Jahren überstiegen.

#### Phase ab 2005

Die Trendwende im US-Immobilienmarkt erfolgte im Herbst 2005. Nachdem sich das annualisierte Häuserbauvolumen innert zehn Jahren verdoppelt hatte, halbierte es sich ab Ende 2005 bis heute innerhalb von nur zwei Jahren. Derzeit befindet es sich auf dem tiefsten Stand seit den frühen 1990er Jahren. Kann der Rückgang des Bauvolumens als abgeschlossen gelten? Trotz des deutlichen Rückgangs der Bauaktivität lastet weiterhin ein relativ starker Angebotsüberhang auf dem Häusermarkt. Die durchschnittliche Verkaufszeit eines Einfamilienhauses in den USA betrug 2005, zu Beginn der Trendwende, ungefähr vier Monate. Die Verkaufszeit stieg in der Zwischenzeit rasant an. Im Oktober 2007 wartete ein verkaufswilliger Eigentümer mit zehn Monaten gut doppelt so lange auf einen Käufer. Nicht nur das Bauvolumen reduzierte sich, sondern auch die Preise fielen, allerdings bisher in weit geringerem Ausmass. Der „Case-Shiller“-Häuserpreisindex deckt die 22 grössten urbanen Regionen der USA ab. Gemäss diesem Index sind die Preise seit dem Höhepunkt landesweit um durchschnittlich 5% gefallen.

---

<sup>3</sup> Siehe „Urban Economics and Real Estate Markets“, D. Dipasquale, William C. Wheaton, Pretince Hall (1996).

<sup>4</sup> Siehe „Is there a bubble in the US housing market“, Karl Case, Robert J. Shiller, Brookings Papers on Economic Activity (2003).

<sup>5</sup> Siehe auch „House price developments, the role of fundamentals“, Mike Kennedy, OECD (2006).

## Übertragung der US Immobilienkrise auf andere Märkte und Länder

Soweit zum Verlauf innerhalb des US-Immobilienmarktes. Ich möchte nun einige Gedanken zur Übertragung der Immobilienkrise auf die internationalen Finanzmärkte anstellen. Es gilt zu betonen, dass alle soeben erwähnten Zusammenhänge beim Ausbruch der Kreditkrise in diesem Sommer bereits weitgehend bekannt waren. Seit 2005 hatte der US Immobilienmarkt in keiner Aufzählung von Risiken gefehlt. Zudem ist auch die kritische Verbindung von Häusermarkt und Finanzmarkt über die Vergabe von Hypotheken bekannt. Trotzdem waren die Auswirkungen der Immobilienmarktprobleme auf Bereiche ausserhalb des Immobiliensektors und ausserhalb der USA in der eingetretenen Art und Weise und in ihrem Ausmass überraschend. Welche Elemente waren dafür verantwortlich? Einerseits wurde bei der Vergabe von Hypotheken in den USA eine extrem unvorsichtige Risikoeinschätzung vorgenommen, teilweise gepaart mit fragwürdigen Praktiken der Hypothekarvermittler. Andererseits wurden die Hypotheken über die Verbriefung in Form von komplexen strukturierten Produkten, sogenannten Collateralized Debt Obligations (CDO), in den internationalen Finanzmärkten abgesetzt. Trotz Verbriefung blieb ein Grossteil der Risiken aber direkt oder indirekt im Bankensystem. Beide Aspekte führten dazu, dass die Auswirkungen der Immobilienmarktprobleme auf die Finanzmärkte grösser waren als erwartet, obwohl der Ausbruch der Immobilienkrise selbst niemanden erstaunte. Lassen Sie mich die beiden Effekte etwas ausführlicher darstellen.

Im Februar 2007 kamen detaillierte Informationen über die Vergabe von Hypothekarkrediten und deren Zusammensetzung an die Öffentlichkeit. Folie 5 zeigt die Entwicklung und die Zusammensetzung der Hypothekarkredite. Der Anstieg der vergebenen Hypotheken in den Jahren 2004 bis 2006 wurde durch eine starke Zunahme im Segment der Subprime-Hypotheken getrieben. Bei dieser Hypothekenart handelt es sich um Hypotheken an Schuldner mit einer geringeren Bonität. Subprime-Kreditnehmer sind in vielen Fällen Kreditnehmer, die den Nachweis einer einwandfreien Kreditvergangenheit nicht erbringen können. Solche Verträge wurden zudem oft ohne oder nur mit geringen Informationen zur Einkommenssituation der Schuldner abgeschlossen. Ferner erreichten sie Belehnungssätze zwischen 90% und 100%. Diesen Herbst belief sich die Anzahl der ausstehenden Subprime-Hypotheken auf 7,75 Millionen Einheiten<sup>6</sup> oder wertmässig auf 14% der total ausstehenden Hypothekarforderungen. Dazu kommt, dass sich die Qualität innerhalb des Subprime-Segments in den letzten Jahren fortlaufend verschlechtert hat. Der Prozentsatz der in Zahlungsverzug geratenen Subprime-Hypotheken-Verträge stieg zwischen Sommer 2004 und Herbst 2007 von 10% auf 19% an und deutet damit auf steigende Zwangsvollstreckungen hin.

Der Endpunkt dieser Entwicklung ist wohl noch nicht erreicht. Viele dieser Hypotheken haben in den ersten Jahren nach Abschluss eine sehr tiefe und fixe Verzinsung. Danach wird die Verzinsung erhöht und variabel sein. Im Jahr 2008 dürften die Zinsen ungefähr bei 1,4 Millionen Subprime-Hypotheken nach oben angepasst werden. Damit dürfte die Zahl der Zwangsvollstreckungen rasant ansteigen. Aus diesem Grund gibt es nun verschiedene

---

<sup>6</sup> Siehe "The challenges facing subprime borrowers", Randall, S. Kroszner (2007).

politische Vorstösse, um die Zinsanpassungen hinauszuschieben. Inwiefern diese Bemühungen von Erfolg gekrönt sein werden, ist im Moment noch weitgehend offen.

Ein wichtiger Faktor für die internationale Übertragung der Immobilienkrise und für die Erhöhung der Unsicherheit an den Finanzmärkten ist die Verbriefung der Hypotheken. Nach der Verbriefung werden die Hypotheken gebündelt, in strukturierte Anlageprodukte umgewandelt und an Investoren verkauft. Verbriefungen von Krediten sind grundsätzlich eine positive Innovation der Finanzmärkte. Insbesondere erleichtern sie das Zusammenführen von Spar- und Kreditbedürfnissen. Sie ermöglichen auch, dass bestimmte Risiken aus dem Bankensektor an andere Investoren übertragen werden können. Genaue Statistiken dazu, wer die verbrieften Risiken aus dem US-Subprime-Markt schlussendlich hält, waren lange Zeit jedoch nicht vorhanden. Erst im August zeichnete sich ab, dass ein Grossteil von den Banken selber gehalten wurde. Trotz weitgehender Verbriefung der Subprime-Hypotheken blieben also die Risiken im Bankensektor. Entweder direkt in Form von Wertpapieranlagen oder indirekt über die Zusicherung von Kreditlimiten an Zweckgesellschaften, die grosse Bestände an Subprime-Produkten übernommen haben. Als dann erkannt wurde, dass die Schuldnerqualität der Hauseigentümer schlechter als erwartet ist und dass das Grundpfand durch den Preisrückgang am Immobilienmarkt an Wert verloren haben könnte, kam es zu einem starken Wertverlust der Subprime-Finanzprodukte (CDO). Viele Anlageprodukte konnten nicht mehr oder nur noch zu extrem tiefen Preisen verkauft werden. Die Eigentümer der Subprime-Produkte mussten über Abschreibungen Verluste verbuchen und gerieten in Liquiditätsprobleme. Da nicht nur US-Banken, sondern auch viele Banken in anderen Kontinenten in Subprime-Produkte investierten, breiteten sich die Probleme rasch auf andere Märkte aus.

Dabei kam es zu einem starken Vertrauensverlust zwischen den Banken, weil unklar war, wer wie stark von den Verlusten betroffen ist. Zudem erhöhte sich die Unsicherheit der Finanzmarktteilnehmer über die eigenen Liquiditätsbedürfnisse. Die Banken liehen sich deshalb gegenseitig kaum mehr Geld auf ungesicherten Basis für längere Laufzeiten aus oder nur noch gegen einen hohen Aufschlag. Die Zinssätze für ungedeckte Geschäfte stiegen wesentlich über jene für gedeckte an. Von dieser Erhöhung der Risikoprämien blieb auch der Franken Interbankenmarkt nicht verschont. Die Renditedifferenz zwischen dem Libor und dem Reposatz stieg im August stark an, wie Folie 6 verdeutlicht. Die Nationalbank versuchte darauf mit einem tieferen Zinssatz für Repogeschäfte den Schweizer Geldmarkt zu beruhigen. Es gelang uns, den Franken-Libor bei rund 2,75% zu stabilisieren.

### **Ähnlichkeiten und Unterschiede zwischen der Schweiz und den USA**

Ich möchte nun auf die Entwicklung auf dem Schweizer Immobilienmarkt eingehen und Ähnlichkeiten und Unterschiede zwischen der Schweiz und den USA hervorheben. Der Verlauf des Bauvolumens in den letzten Jahren zeigt auch für die Schweiz einen starken Anstieg der Bauaktivität. Zwischen 2002 und 2006 nahm die Zahl der erstellten Wohneinheiten von rund 30'000 auf 44'000 Einheiten zu. Ein Bauboom fand und findet also

auch in der Schweiz statt. Der Vergleich der Leerstandsquoten zeigt aber deutliche Unterschiede zwischen der Schweiz und den USA, wie Folie 8 illustriert. Während sich die Leerstandsquote in den USA auf dem historischen Allzeithoch befindet, ist die Leerwohnziffer in der Schweiz verglichen mit den 1990er Jahren im moderaten Bereich (Folie 9). Das zusätzliche Angebot an Wohneinheiten wurde in den vergangenen Jahren durch eine entsprechende Nachfrage absorbiert. Ich möchte aber auch darauf hinweisen, dass in der Schweiz die Leerstände im Jahr 1990 den Tiefstand erreicht hatten, genau im Zeitpunkt des Höhepunkts der Preisentwicklung im Immobilienmarkt. Erst in den schwächeren Jahren nach 1990 zeigte die Leerwohnziffer einen Anstieg. Die Leerwohnziffer scheint daher ein gleich- oder nachlaufender Indikator zu sein und weniger geeignet Trendwenden auf den Immobilienmärkten zu prognostizieren. Dennoch zeigen auch die regionalen Entwicklungen insbesondere in den urbanen Zentren auf, dass wir es in der Schweiz im Gegensatz zur USA zurzeit eher mit einer Angebotsknappheit als mit einem Überangebot zu tun haben.

Preise von Wohnimmobilien befinden sich in der Schweiz in allen Wohnsegmenten (Mietwohnungen, Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern) im Anstieg. Folie 10 illustriert die Entwicklung der Angebotspreise für die Gesamtschweiz. Das Segment der Eigentumswohnungen ist dabei das einzige Wohnsegment, in dem die Preise derzeit diejenigen des Booms Ende der 1980er Jahre übertreffen. Ein Vergleich der Entwicklung mit dem Boom in den USA zeigt, dass in der Schweiz der Preisanstieg deutlich bescheidener ausfiel. Allerdings verdeckt die Entwicklung des Schweizer Durchschnittes unterschiedliche regionale und objekttypische Entwicklungen.<sup>7</sup> Die Abbildung auf Folie 11 zeigt jeweils den Durchschnitt der zehn Gemeinden mit der stärksten und der schwächsten Preisentwicklung in der Schweiz. In den Gemeinden mit der schwächsten Preisentwicklung, die allesamt in peripheren strukturschwachen Regionen liegen, fielen die Preise zwischen März 2000 und September 2007 um mehr als 10%. In den zehn Gemeinden mit dem stärksten Preisanstieg verdoppelten sich die Durchschnittspreise dagegen. Die Abbildung auf Folie 12 zeigt die Unterschiede in der Preisentwicklung für Eigentumswohnungen verschiedener Grösse. Die Preise von Luxusobjekten stiegen im gleichen Zeitraum um 50%, die Preise von kleineren Objekten dagegen um lediglich 20%. Ein stärkeres Preiswachstum in einigen Regionen bedeutet jedoch nicht, dass diese Entwicklung nicht nachhaltig ist. Folie 13 illustriert, dass der stärkere Preisanstieg vor allem in den Agglomerationen der Städte Zürich, Basel, Luzern, in der Genferseeregion oder in touristisch interessanten Gebieten wie beispielsweise im Engadin oder Davos stattfand. Die Farben auf der Karte zeigen die unterschiedliche Preisentwicklung in der Schweiz auf. Sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren stehen hinter dieser Entwicklung. Der stärkere Anstieg vollzog sich tendenziell in Regionen mit starker Nachfrage, wie z.B. in der Agglomeration Zürich, die durch die Einkommensentwicklung in der Finanzbranche getrieben wurde. In der Genferseeregion war die Angebotsknappheit ein wichtiger Faktor für die Preisentwicklung. Wie jedoch Folie 14 zeigt, hinken die Preise in den Schweizer Städten trotz ihres Aufwärtstrends der

---

<sup>7</sup> Siehe auch „Immo-Monitoring 2008| 1 Hebstausgabe“, Wüest und Partner (2007). Der Autor dankt Urs Hausmann, Wüest und Partner, für die detaillierten Immobilienpreisdaten zur Schweiz.

internationalen Entwicklung hinterher. Zwischen 1995 und 2007 stiegen die Häuserpreise in Genf und Zürich real um knapp 50% an. Internationale Grossmetropolen verzeichneten dagegen ein bedeutend stärkeres Preiswachstum.

Bei der Analyse des Immobilienmarktes ist es wichtig, neben der Preisentwicklung auch die unterliegenden strukturellen Trends zu beleuchten. Wie ich im Folgenden ausführen werde, unterscheidet sich der Schweizer Immobilienmarkt signifikant vom US-Immobilienmarkt. Folie 15 fasst die wichtigsten drei Punkte zusammen:

Erstens verlängerte die Lockerung der Kreditkonditionen den Boom auf dem US-Immobilienmarkt wesentlich. Die Belehnungsgrenzen wurden in den USA auf praktisch 100% der Immobilienwerte erhöht. In Schweiz herrscht dagegen immer noch eine höhere Disziplin bei der Kreditvergabe. Die maximalen Belehnungsgrenzen von 80% sind in der Regel nicht verhandelbar.<sup>8</sup> Es mag zwar auch in der Schweiz Fälle gegeben haben, in denen die Kreditgewährung überstrapaziert wurde. Insbesondere wurde die Definition der Sicherheiten um Pensionskasseneinlagen erweitert. Insgesamt beobachtet man in der Schweiz eine im Vergleich mit den USA relativ strikte Kreditvergabepolitik. Auch kennen wir kein eigentliches Subprime-Segment. Gemäss der Kreditvolumenstatistik erlebte die Schweiz zwischen 2001-2007 mit durchschnittlich rund 5% ein relativ bescheidenes Hypothekarkreditwachstum.

Zweitens sind Erschwinglichkeitsmasse ein wichtiger Faktor bei der Analyse der Immobilienpreise. Trotz des Anstiegs der Häuserpreise wird in der Schweiz die goldene Finanzierungsregel weitgehend eingehalten. Unter der goldenen Finanzierungsregel versteht man, dass die Belastung durch Immobilienkosten ein Drittel des Haushaltseinkommens nicht übersteigen sollte. Der Quotient aus der Belastung durch Wohneigentum und dem durchschnittlichem Haushaltseinkommen stieg zwar zwischen 2003 und 2006 an, betrug aber letztes Jahr immer noch weniger als 20%.<sup>9</sup> Dies steht im starken Gegensatz zu den USA und auch zum Boom auf dem Schweizer Immobilienmarkt in den 1980er Jahren.

Drittens besteht ein weiterer struktureller Unterschied zwischen der Schweiz und den USA darin, dass in der Schweiz kein eigentlicher Markt für Verbriefungen von Hypotheken existiert. Zwar lag das grundsätzliche Problem in den USA nicht bei der Verbriefung der Hypotheken. Die Art und Weise der Verbriefung in den USA hat aber Anreize zu einer aggressiven Vergabe von Hypotheken an Schuldner mit tiefer Bonität geschaffen. In der Schweiz haben wir keine aggressive Vergabe von Hypotheken durch Firmen, die diese Hypotheken dann gegen eine Vermittlungsgebühr am Markt abgeben. Allerdings muss man auch darauf hinweisen, dass es auch in unserem System Phasen mit aggressiver Vergabe von Hypotheken direkt durch Banken gab.

---

<sup>8</sup> Diese Aussage bezieht sich auf Wohnimmobilien. Gemäss anekdotischer Evidenz kam es in bestimmten Segmenten für Geschäftsimmobilien in der Schweiz auch zu einer Lockerung der Finanzierungsbedingungen durch ausländische Banken.

<sup>9</sup> Für weitere Informationen siehe "Swiss Issues Immobilien Immobilienmarkt 2007", Credit Suisse (2007).

Wie erwähnt nimmt eine Blase ihren Anfang oft in einer zunächst fundamental begründeten Boomphase. Ein wichtiger Faktor, der immer wieder am Übergang zwischen gesundem Wachstum und ungesunder Blase steht, ist das Ausmass spekulativer Käufe. Können auf dem Schweizer Immobilienmarkt spekulative Tendenzen beobachtet werden? Ich sehe derzeit bislang keinen bedeutenden oder allgemeinen Trend zu einem spekulativen Verhalten auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Für diese Schlussfolgerung können keine wissenschaftlich erhärteten Untersuchungen herangezogen werden. Mein Urteil beruht vor allem auf dem Vergleich mit unseren Erfahrungen aus den 1980er Jahren und mit den Entwicklungen in den USA. In den USA beobachtete man während der Zeit des Immobilienbooms eine stärkere Zunahme der spekulativen Tendenzen. Vielfach war vom sogenannten „House flipping“ die Rede. Beim „House flipping“ geht es darum ein Haus zu kaufen mit dem alleinigen Ziel es innerhalb von einigen Monaten zu einem höheren Wert wieder zu verkaufen. Dieses Thema erfuhr während den Boomzeiten bedeutende Medienabdeckung. Es gab sogar eine Fernsehshow mit dem Namen „Flip That House“. In der Schweiz hingegen war in der jüngsten Vergangenheit kein solches spekulatives Verhalten zu erkennen.

Für den Schweizer Immobilienmarkt insgesamt kann man folglich festhalten, dass er im Moment nicht durch eine Immobilienblase charakterisiert ist. Für einzelne Teilmärkte ist diese Schlussfolgerung zwar weniger eindeutig, und man kann durchaus von einzelnen lokalen Überhitzungen sprechen. Meiner Meinung nach sind diese aber weniger durch spekulative Tendenzen getrieben, wie es in Teilen der USA der Fall war, sondern weitgehend durch lokale Nachfrageschocks zu erklären. Ich möchte aber auch betonen, dass unabhängig von der Existenz einer Immobilienblase auch für Häuserpreise in der Schweiz Risiken bestehen. Immobilien sind nie eine risikolose Anlage. Immobilienpreise folgen teilweise stark zyklischen Mustern. Der bedeutende Anstieg der Preise in einigen Regionen birgt die Gefahr, dass es im Falle einer Abschwächung der Nachfrage auch in der Schweiz zu fallenden Preisen kommen könnte.

### **Die Bedeutung der Immobilienpreise für die Geldpolitik der SNB**

Die Erfahrungen dieses Sommers zeigen erneut, dass sich Probleme auf den Immobilienmärkten massiv auf die Gesamtwirtschaft auswirken können. Für die Geldpolitik der Nationalbank stellt sich somit die Frage, wie die Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt berücksichtigt werden sollen. Die Antwort liefert unser geldpolitisches Konzept.

Die SNB hat den Auftrag als unabhängige Zentralbank die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse der Schweiz zu führen. Das vorrangige Ziel ist die Erhaltung der Preisstabilität. Dabei berücksichtigt sie die konjunkturelle Entwicklung. Aus diesem Auftrag hat die SNB eine geldpolitische Strategie abgeleitet, die auf drei Elementen beruht (Folie 17): Eine Definition der Preisstabilität, eine mittelfristige Inflationsprognose und ein operationelles Zielband für den Dreimonats-Libor. Wir definieren die Preisstabilität als einen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise unter 2%. Dabei anerkennen wir, dass



sich kurzfristige Preisschwankungen nicht durch die Geldpolitik beeinflussen lassen. Unsere Definition der Preisstabilität bezieht sich daher auf die mittel- bis längerfristige Preisstabilität. Der Hauptindikator für unsere geldpolitischen Entscheidungen ist die Inflationsprognose, die vierteljährlich veröffentlicht wird. Folie 18 zeigt die Inflationsprognose unserer letzten geldpolitischen Lagebeurteilung. Für die Umsetzung unserer Geldpolitik legen wir ein Zielband für den Dreimonats-Libor fest. Dies ist ein Zinssatz für ungesicherte Darlehen im Interbankenmarkt.

Die Inflationsprognose vom Dezember deutet auf ein Anziehen der Inflation im ersten Halbjahr über die 2%-Marke, hauptsächlich aufgrund des Preisauftriebs beim Erdöl. Die Inflationsaussichten für 2009 und 2010 haben sich jedoch aufgrund einer erwarteten Verlangsamung der Weltwirtschaft abgeschwächt. Das Direktorium hat daher an seiner Lagebeurteilung vom Dezember entschieden, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 2,25% bis 3,25% zu belassen.

Auf welche Art und Weise berücksichtigt die Nationalbank die Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt? Die Immobilienpreise gehen auf eine ähnliche Weise in unsere Betrachtung ein wie z.B. der Wechselkurs oder der Ölpreis. Die SNB hat weder für die Immobilienpreise, noch den Wechselkurs oder den Ölpreis einen Zielwert. Entwicklungen dieser Variablen werden in der Geldpolitik insofern berücksichtigt, als sie sich auf die Inflation und die wirtschaftliche Entwicklung auswirken. Beim Immobilienmarkt sind vor allem folgende Effekte für die Geldpolitik relevant:

#### Effekt auf die Realwirtschaft

Der Immobilienmarkt hat einen direkten und indirekten Effekt auf die Realwirtschaft. Der direkte Effekt bestimmt sich aus dem Zusammenhang zwischen den Bauinvestitionen und dem Häuserbauvolumen. Ein steigendes Häuserbauvolumen ist ein wichtiger Treiber der Bauinvestitionskomponente des BIP. Beim indirekten Effekt spricht man vom Vermögenseffekt der Häuserpreise auf den privaten Konsum. Dieser Vermögenseffekt der Immobilienpreise bedeutet, dass steigende oder fallende Immobilienpreise die privaten Konsumausgaben beeinflussen. Steigende Preise sollten - gemäss der Theorie - den Konsum beflügeln, da sie zu einer Zunahme des Vermögens der Haushalte führen. Bei fallenden Preisen ist das Gegenteil zu erwarten. Wie gross ist dieser Effekt in der Realität? Case, Quigley und Shiller<sup>10</sup> schätzen dass sich der private Konsum bei einem Rückgang des Immobilienvermögens von 10 Prozent um etwas mehr als ein Prozent reduziert. Die Schweiz wird in dieser Studie aufgrund der mangelnden Datenlage nicht aufgeführt. Es liegt aber nahe, dass auch in der Schweiz ein positiver Zusammenhang zwischen Immobilienvermögen und Konsumententwicklung besteht.

Ein weiterer Effekt des Immobilienmarkts auf die Realwirtschaft ist eine mögliche Fehlallokation von Kapital. Da bei Wohnbauinvestitionen das Kapital längerfristig gebunden

---

<sup>10</sup> Siehe „Comparing Wealth Effects: The stock market versus the housing market“, Karl Case, John M. Quigley und Robert J. Shiller, *Advances in Macroeconomics* (2005).

wird, können übermässige Wohnbauinvestitionen einen langwierigen Anpassungsprozess zur Folge haben. So dauerte nach dem Immobilienboom in der Schweiz Ende der 1980er Jahre die Korrektur in der Baubranche mehrere Jahre.

#### Effekt auf die Inflation

Die Immobilienpreise beeinflussen auch die Inflation direkt. Die Mietpreise sind eine wichtige Komponente des Landesindex der Konsumentenpreise und gehen mit einem Gewicht von knapp 20% in die Inflationsberechnung ein. Allerdings herrscht zwischen den Miet- und Immobilienpreisen kurzfristig kein direkter Zusammenhang, da bei den Immobilienpreisen neben der Nachfrage nach Wohnraum auch finanzielle und investitionspezifische Fragestellungen eine Rolle spielen können. Der Mietmarkt ist zudem relativ stark reguliert, so dass sich die Mietpreise nur verzögert den Marktbedingungen anpassen können. Längerfristig stehen aber die Immobilien- und Mietpreise in einem engen Zusammenhang.

#### Effekt auf die Finanzstabilität

Zusätzlich zu der Analyse der Effekte der Immobilienmärkte auf die Inflations- und Konjunkturentwicklung, schenkt die SNB den Immobilienmärkten im In- und Ausland Beachtung, da sie die Stabilität des Finanzsystems beeinflussen können. Die Erfahrungen dieses Jahres zeigten, dass der US-Immobilienmarkt einen bedeutenden Effekt auf die Schweizer Geld- und Kreditmärkte haben kann.

### **Fazit**

Lassen Sie mich zum Abschluss meines Referats ein Fazit ziehen. Wie wir aus dem aktuellen Beispiel der USA sehen, ist die Bedeutung der Immobilienmärkte für die Geldpolitik nicht zu unterschätzen. Die Fehlentwicklungen der letzten Boomjahre auf dem US-Immobilienmarkt dürften die amerikanische Wirtschaft weiterhin belasten. Aufgrund der Grösse der USA und der international weit verbreiteten Anlagen im US-Hypothekenmarkt haben die Fehlentwicklungen auch bedeutende Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte und die globale Wirtschaftsentwicklung.

Im Gegensatz dazu hätte eine isolierte Fehlentwicklung im Schweizer Immobilienmarkt kaum Auswirkungen auf die internationalen Märkte. Hingegen zeigt die Erfahrung Ende der 1980er Jahre, dass eine nicht nachhaltige Entwicklung im Immobiliensektor grosse volkswirtschaftliche Probleme im Inland verursachen kann. Insbesondere kam es damals zu einer grossen Fehlallokation von Kapital und die Überhitzung der Immobilienbranche trieb die Inflation in der Schweiz in die Höhe.

Nun haben wir seit einigen Jahren wieder einen Bauboom in der Schweiz, mit relativ stark steigenden Preisen in einigen Regionen und Marktsegmenten. Der Vergleich der Immobilienmärkte zwischen der Schweiz und den USA zeigt aber, dass sich der Schweizer Immobilienmarkt in wesentlichen Aspekten von demjenigen in den USA unterscheidet. In

der Schweiz ist insbesondere eine stärkere Disziplin bezüglich der Einhaltung der Kreditkonditionen festzustellen und die Preisentwicklung ist moderater ausgefallen. Es gibt auch bisher keine Evidenz für eine verstärkt spekulative Tendenz auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Somit dürften wir in der Schweiz derzeit weder eine generelle Immobilienblase noch ein allgemeines Hypothekenproblem haben.

Trotz dieser Feststellung muss ich aber auf Folgendes hinweisen: Zum einen können die Häuserpreise auch ohne Existenz einer Blase wieder fallen. Ein Einbruch der Konjunktur oder Änderungen bei bestimmten Rahmenbedingungen können zu neuen Gleichgewichten mit tieferen Häuserpreisen in der Schweiz führen. Zum anderen kann nie ausgeschlossen werden, dass sich auch bei uns plötzlich bei den Häuserpreisen eine Blase entwickeln könnte. Um die Entstehung von Blasen möglichst zu verhindern und um die volkswirtschaftlichen Risiken von fallenden Immobilienpreisen möglichst gering zu halten, braucht es vor allem eine vernünftige und vorsichtige Politik bei der Vergabe von Hypotheken durch die Geschäftsbanken. Nur wenn die Hauseigentümer über genügend Eigenkapital und Einkommen zur Bedienung der Immobilienschulden verfügen, können sie auch problemlos Zyklen mit schwankenden Häuserpreisen und Hypothekenzinsen überstehen. Zudem können Belehnungsgrenzen dazu dienen, dass auch das Preisbietungsverhalten der Immobilienkäufer in vernünftigen Grenzen gehalten wird.

Für die Nationalbank gilt es den Schweizerischen Immobilien- und Hypothekenmarkt genau zu verfolgen. Dabei müssen wir sowohl die richtigen Schlüsse für unsere Einschätzung der Inflationsrisiken und der Wirtschaftsaussichten ziehen als auch auf allfällige Fehlentwicklungen hinweisen. Zwar haben die Banken bezüglich der Kreditgewährung in der Schweiz weitgehend die richtigen Lehren aus der Immobilienkrise der 1990er Jahre gezogen. Vor dem Hintergrund der Verluste im US-Immobilienmarkt kann aber die Bedeutung einer sorgfältigen Risikobeurteilung für die zukünftige Kreditvergabe auch bei Hypotheken in der Schweiz nicht genug betont werden.

# Fallende Immobilienpreise in den USA, steigende Immobilienpreise in der Schweiz und deren Bedeutung für die Geldpolitik der SNB

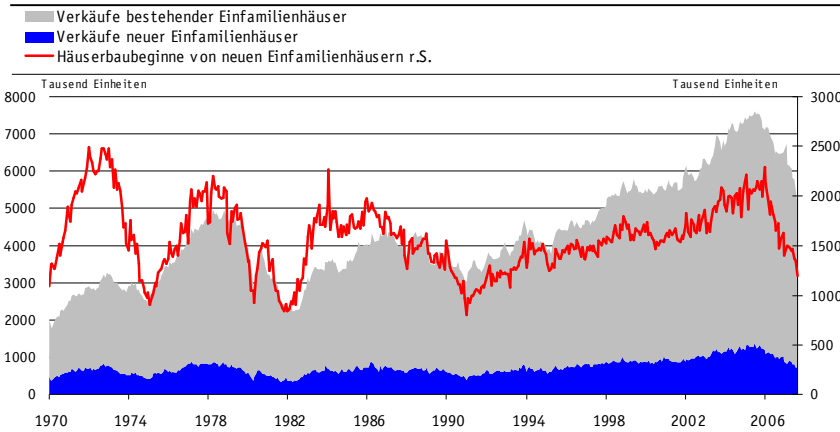
Thomas J. Jordan  
Mitglied des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Hochschule für Technik und Wirtschaft Chur  
Forschungsstelle für Wirtschaftspolitik  
18.12.2007

## Probleme im US-Immobilienmarkt

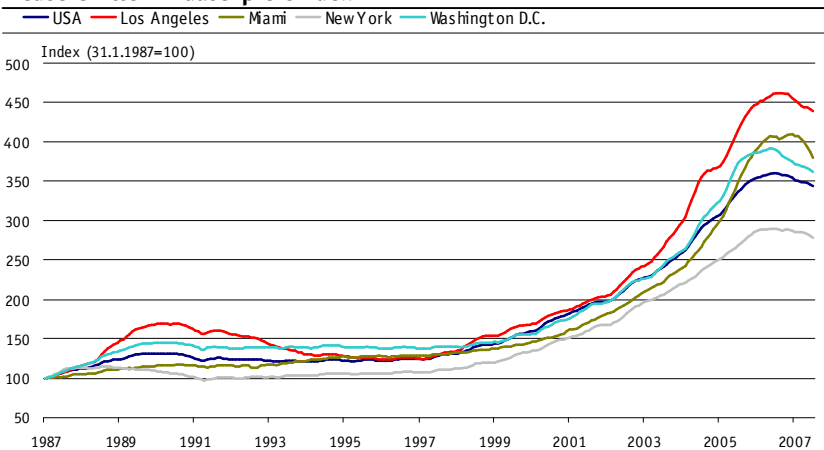
## Ende des US-Immobilienbooms

### USA: Häuserverkäufe und Häuserbau



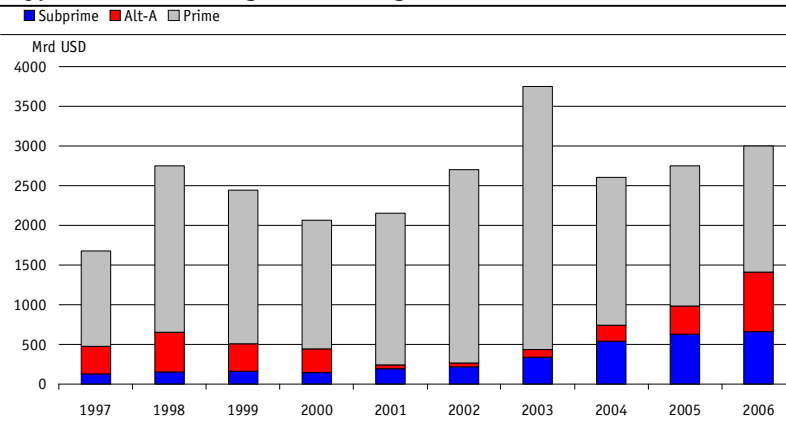
## Fallende Häuserpreise in den USA

### "Case-Shiller" Häuserpreisindex



## „US-Subprime Hypotheken“ als Auslöser der Finanzmarktunsicherheiten

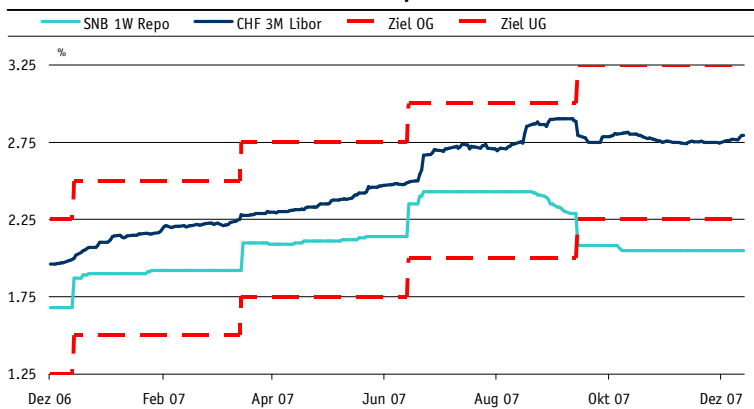
Hypothekarkreditvergabe nach Segment



Quellen: IMF, SNB

## Unsicherheit auf dem Geldmarkt

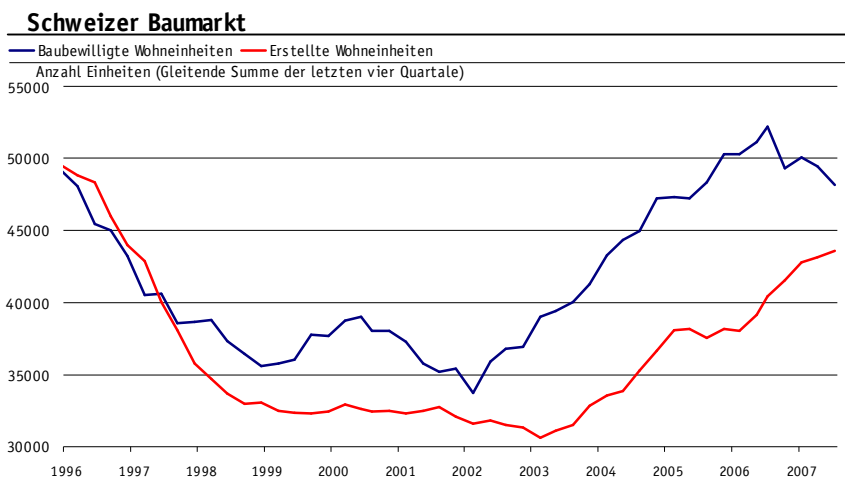
CHF: Dreimonats-Libor und SNB 1W Repo



Quellen: Bloomberg, SNB

## Vergleich der Immobilienmärkte Schweiz und USA

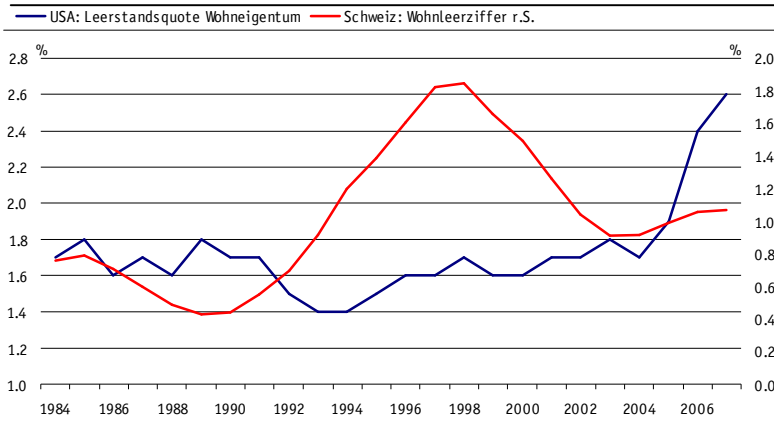
### Bauboom auch in der Schweiz ...



Quellen: Datastream, SNB

## ... jedoch ohne Anstieg der Leerstände

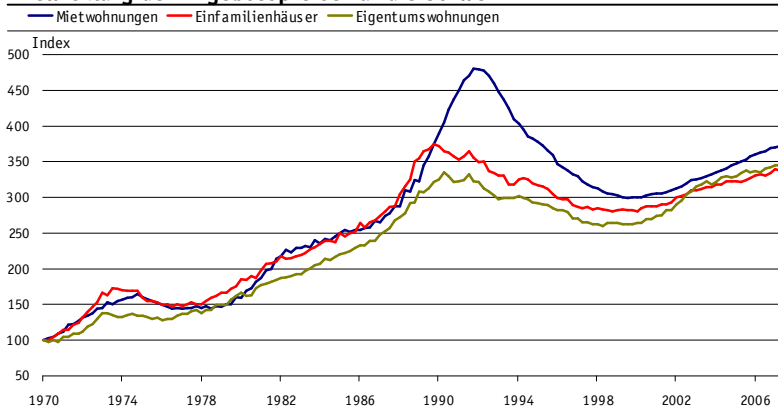
Leerstände für Wohnimmobilien: USA und Schweiz



Quellen: Datastream, SNB

## Schweizweit moderater Anstieg der Preise von Wohnimmobilien

Entwicklung der Angebotspreise für die Schweiz

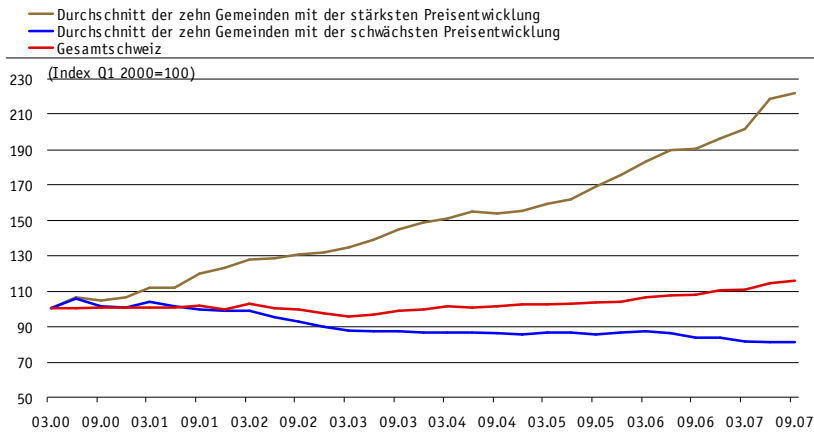


Quellen: Wüest und Partner, SNB



## Starke regionale Unterschiede

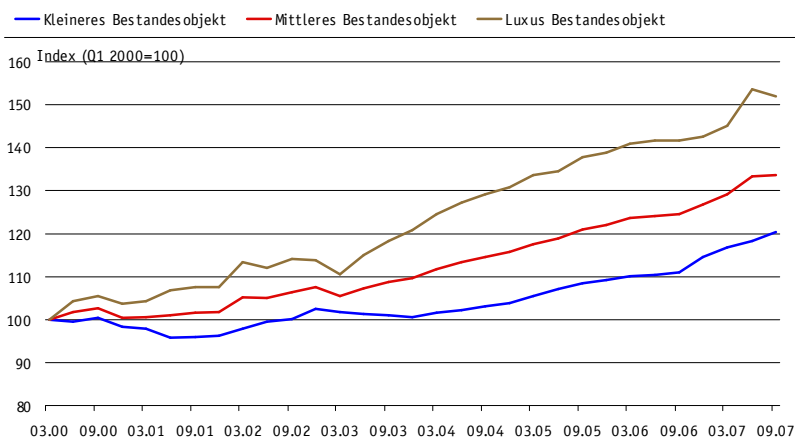
### Transaktionspreisindex für Einfamilienhäuser in der Schweiz



Quellen: Wüest und Partner, SNB

## Stärkeres Preiswachstum im Luxussegment

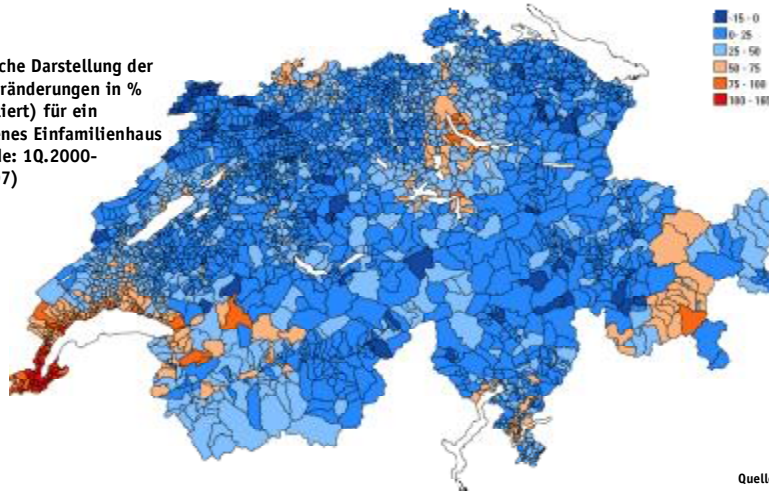
### Transaktionspreisindex für Eigentumswohnungen in der Schweiz



Quellen: Wüest und Partner, SNB

## Relativ starker Anstieg der Preise in den urbanen Zentren...

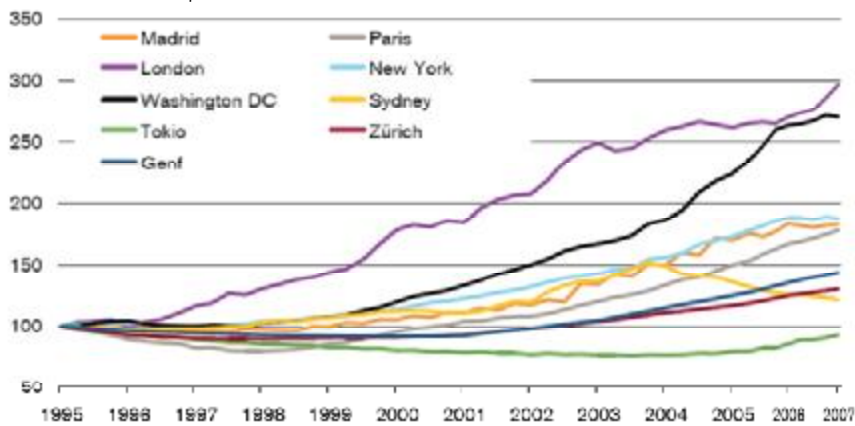
Räumliche Darstellung der Preisveränderungen in % (kumuliert) für ein gehobenes Einfamilienhaus (Periode: 1Q.2000-3Q.2007)



Quelle: Wüest und Partner

## ... jedoch im intern. Vergleich bescheiden

Reale Wohnimmobilienpreise indiziert



Quelle: Credit Suisse

## Strukturelle Unterschiede zwischen der Schweiz und den USA

	USA	Schweiz
<b>Kreditkonditionen</b>	Unvorsichtige Kreditgewährung, Erhöhung der Belehnungssätze, starkes Wachstum der „Subprime“ Kredite	Einhaltung der Dokumentationspflicht, max. Belehnungsgrenze, kein „Subprime“-Segment
<b>Verbriefungen von Immobilien</b>	Starkes Wachstum der Verbriefungen, Verschlechterung der Kreditqualität	Keine Verbriefung üblich
<b>Anekdotische Evidenz zu spekulativem Verhalten</b>	Ja	Nein

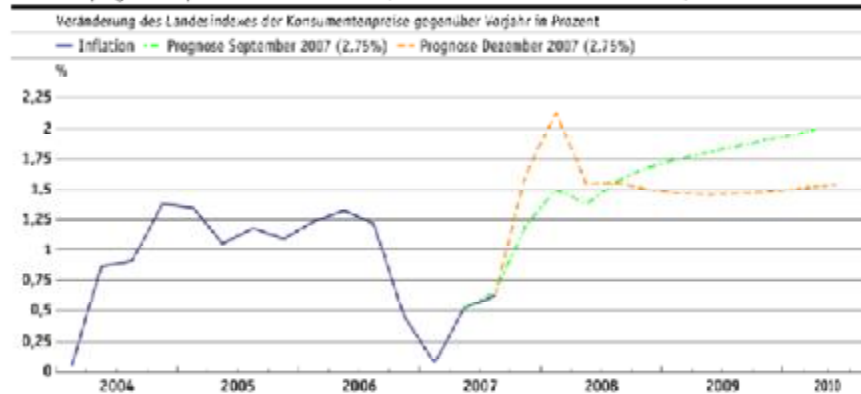
## Bedeutung der Immobilienmärkte für die SNB

## Geldpolitisches Konzept der SNB

- u Definition der Preisstabilität
- u Mittelfristige Inflationsprognose
- u Zielband für den Dreimonats-Libor

## Inflationsprognose

Inflationsprognose September 2007 mit Libor 2,75% und Dezember 2007 mit Libor 2,75%



Quelle: SNB

## Fazit

- u Grosse Bedeutung des Immobilienmarktes für die Geldpolitik der SNB
- u Keine Anzeichen für eine generelle Immobilienblase und für ein allgemeines Hypothekenproblem in der Schweiz
- u Risiko einer Blasenbildung oder von fallenden Häuserpreisen auch in Schweiz
- u Vorsichtige Kreditpolitik bei Vergabe von Hypotheken durch Geschäftsbanken zentral