

# Swiss Finance Institute Roundups

## Immobilien – Wie solide sind die Fundamente?

### Editorial



Immobilien sind eine Anlageklasse für sich. Einige ihrer Hauptmerkmale sind der lokale Charakter, die geringe Liquidität und die Heterogenität. Dieser SFI Roundup gibt einen umfassenden Überblick über den heutigen Schweizer und internationalen Immobilienmarkt. Experten aus Wissenschaft und Industrie diskutieren die auf uns zukommenden Trends: Wie wird die Pandemie die Grenzen für Gewerbe- und Wohnimmobilien neu verschieben? Wie werden sich die Zinssätze auf die Immobilienpreise auswirken? Wie wird die Klimapolitik den Markt beeinflussen? Und welche Auswirkungen werden die zukünftigen Immobilientrends auf klassische Finanzintermediäre haben?

Wir wünschen Ihnen eine unterhaltsame Lektüre.

**Prof. François Degeorge**

Managing Director

# Contributors

**Amit Goyal**

Amit Goyal ist SFI Senior Chair und Professor für Finanzierung an der Universität Lausanne. Professor Goyals Forschungsarbeiten wurden in den wichtigsten Finanzzeitschriften weltweit veröffentlicht und fanden auch in der internationalen Presse Beachtung. Seine primären Forschungsgebiete sind in den Bereichen Portfoliomanagement und Asset Pricing aus der Perspektive von Portfoliomanagern und Pensionsfonds. Er hat einen Dokortitel in Finanzierung von der University of California, Los Angeles.

**Lorenz Küng**

Lorenz Küng ist SFI-Fakultätsmitglied und Assistenzprofessor für Wirtschaftswissenschaften an der Università della Svizzera italiana. Vor seiner Ernennung zum Professor an der Università della Svizzera italiana in Lugano war Professor Küng an der Kellogg School of Management der Northwestern University tätig und arbeitete als Research Economist bei der Federal Reserve Bank of Chicago. Seine Forschungsergebnisse wurden in den führenden Wirtschaftszeitschriften veröffentlicht. Seine primären Forschungsinteressen liegen im Bereich der individuellen Finanzplanung- und finanziellen Entscheidungen von Haushalten sowie der Immobilienfinanzierung. Er hat einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften von der University of California, Berkeley.

**Stephan Lüthi**

Stephan Lüthi ist Head of Real Estate bei Swisscanto Invest der Zürcher Kantonalbank. Zuvor war er Leiter Akquisition und Projektentwicklung bei der BVK, der grössten Pensionskasse der Schweiz, und Mitglied der Geschäftsleitung bei Wincasa. Sein Hauptinteresse gilt der aktiven Suche nach Lösungen zur Erreichung der Klimaziele für CO<sub>2</sub>-Emissionen bis 2050 unter der gleichzeitigen Bewahrung von Investoreninteressen. Er hat einen Master of Science in Real Estate von der Universität Zürich.

**Alberto Plazzi**

Alberto Plazzi ist SFI-Fakultätsmitglied und Professor für Finanzierung an der Università della Svizzera italiana. Professor Plazzi ist ein regelmässiger Referent auf Finanzkonferenzen weltweit, und seine Forschung wurde in führenden akademischen Zeitschriften veröffentlicht. Seine primären Forschungsinteressen liegen im Bereich Portfoliomanagement und Vermögensallokation. Er hat einen Dokortitel in Finanzierung von der University of California, Los Angeles.

**Claudio Saputelli**

Claudio Saputelli ist Chief Investment Officer für Global Real Estate bei UBS Global Wealth Management. Er ist Initiator der Lancierung der Publikation "UBS Real Estate Focus" und hat den "UBS Swiss Real Estate Bubble Index" und den "UBS Global Real Estate Bubble Index" mitentwickelt. Er nimmt regelmässig an Debatten und dem Austausch mit Medien teil. Er besitzt einen Master of Science in Wirtschaftswissenschaften der Universität Zürich.

**Donato Scognamiglio**

Donato Scognamiglio ist Chief Executive Officer und Partner bei IAZI, eines Unternehmens, welches seit mehr als 25 Jahren Immobilienbewertungsmodelle in der Schweiz entwickelt. Er ist Mitglied des Verwaltungsrats der Schweizerischen Pfandbriefbank. Ausserdem ist er SFI-Adjunct Professor und Professor für Immobilien an der Universität Bern. Er besitzt einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität Bern.

# Fakten und Zahlen

## Wie unterscheiden sich Immobilien von anderen Anlageklassen, wie z.B. Aktien oder Anleihen?

► **S. Lüthi:** Der Begriff "Immobilien" weist bereits auf einen der wichtigsten Unterschiede hin: Immobilien sind örtlich gebunden und daher nicht so leicht austauschbar oder handelbar wie die anderen Anlageklassen, auch nicht in verbriefter Form. Jede Immobilie ist grundsätzlich einzigartig, was Immobilien zu einer sehr heterogenen Anlageklasse macht. Die Lage ist bei weitem nicht das einzige Unterscheidungsmerkmal einer Immobilie, wengleich sie eines der wichtigsten ist; auch der architektonische Stil, das Baumaterial und die Nutzung der Immobilie sind Faktoren, die ihren Wert beeinflussen.

► **A. Goyal:** Meiner Meinung nach liegen Immobilien irgendwo zwischen Aktien und Anleihen. Gewerbliche Immobilien bieten zum Beispiel einen steten Strom von Mieteinnahmen, der der Coupon-Zahlung einer Anleihe ähnelt, sowie die Möglichkeit zur Wertsteigerung der Immobilie selbst, was mit den Kapitalgewinnen bei Aktien verglichen werden kann. Aus Sicht des Portfoliomanagements sind Immobilien eine wertvolle Anlageklasse, da sie die Gesamtdiversifizierung des Anlegers erhöhen.

► **L. Küng:** Aus der Sicht eines Hauseigentümers ist eine Immobilie nicht nur ein Investitionsobjekt, sondern auch ein Konsumprodukt. Immobilien teilen zwar viele der Eigenschaften von Aktien und Anleihen, insbesondere in Bezug auf Preisschwankungen und die Risikoprämien von Aktien. Eine Dimension, in der sich Immobilien jedoch deutlich von Aktien und Anleihen unterscheiden, sind die nicht vorhandenen Möglichkeiten von Leerverkäufen oder der Minderung von Preisrisiken.

## Was waren die jüngsten Trends auf dem internationalen Immobilienmarkt?

► **L. Küng:** Die Immobilienpreise sind weltweit in den letzten 10+ Jahren deutlich gestiegen, aber wir können den gleichen Trend auch an Aktienmärkten beobachten. Meiner Meinung nach ist der Hauptgrund für diesen Anstieg die Senkung der Zinssätze, die sowohl die Immobilien- als auch die Aktienpreise mechanisch nach oben getrieben hat und die Investoren dazu gebracht hat, bei der Suche nach höheren Renditen ein höheres Risiko in Kauf zu nehmen..

► **C. Saputelli:** Wir müssen auch zwischen den Zeiten vor und nach der COVID-19 Krise unterscheiden. Unmittelbar vor der Coronavirus-Krise bot der breitere Markt wenig Chancen für Direktinvestitionen in Immobilien. Niedrige oder negative Zinsen auf sichere Anlagen hatten überproportional grosse Kapitalströme in den Immobilienmarkt gelenkt, so dass die erzielbaren Renditen in den letzten Jahren drastisch gesunken waren. Aus diesem Grund erhielten Nischen-Immobilienanlagen zunehmende Aufmerksamkeit, da sie höhere Renditen boten. Vor allem Nischenmärkte, die sich aus den globalen Megatrends ableiten liessen – wie Mikroapartments, Studenten- und Seniorenwohnungen, touristische Kurzzeitvermietungen sowie Co-Working-, Self-Storage- und Logistikflächen – waren bei Investoren beliebt. Durch die COVID-19-Pandemie gerieten diese Nischeninvestitionen aus verschiedenen Richtungen stark unter Druck. So verloren beispielsweise Studentenwohnungen praktisch über Nacht alle Mieter, während Logistikflächen aufgrund des stark zunehmenden Onlinehandels weitgehend profitierten. Bei den klassischen Immobilien führten Schliessungen und Homeoffice-Regelungen zu einem Rückgang der Mieteinnahmen für Geschäftsräume. Im heutigen komplexen Umfeld rückt das klassische Wohnsegment des Immobilienmarktes wieder stärker in den Fokus der Investoren.

## Und auf dem Schweizer Immobilienmarkt?

► **S. Lüthi:** Der Schweizer Immobilienmarkt war deutlich von COVID-19 und den Lockdowns betroffen. Der Gewerbesektor war von Mietminderungsanträgen sowie von einem Rückgang der Flächennachfrage betroffen, während der Wohnsektor stabiler blieb. Der Non-Food-, Freizeit- und Tourismussektor litt im Durchschnitt am meisten unter der Pandemie, während der Industrie- und vor allem der Logistiksektor robust blieben. Über alle Sektoren hinweg ist auch eine Verschiebung der Nachfrage von den städtischen Zentren in die Randgebiete zu beobachten. Die daraus resultierenden langfristigen strukturellen Veränderungen sind zum heutigen Zeitpunkt noch schwer abzuschätzen.

► **L. Küng:** Die Daten zeigen, dass sowohl das Verhältnis von Hauspreis zur Miete (das dem Preis-Dividenden Verhältnis auf dem Aktienmarkt ähnelt) als auch das Verhältnis von Hauspreis zu mittlerem Einkommen in den letzten 15 Jahren gestiegen sind, was auf die mögliche Bildung einer Preisblase hindeutet. Wir müssen diese Kennzahlen jedoch mit einem kritischen Auge betrachten, da das Fehlen von wirklich aussagekräftigen Daten eines der Hauptmerkmale des Immobilienmarktes ist. Die Heterogenität des Marktes ist bekannt, und wir beobachten typischerweise nicht gleichzeitig die Miet- und Verkaufspreise desselben Hauses.

### Wie wirken sich die Zinssätze auf die Immobilienpreise aus?

▶ **A. Goyal:** Die Daten bestätigen zwar, dass niedrige Zinsen zu einem Anstieg der Nachfrage nach Immobilien und damit zu einem Anstieg der Immobilienpreise führen. Dennoch sollte man mit voreiligen Schlüssen vorsichtig sein, denn die Beobachtung hoher Immobilienpreise bedeutet nicht, dass es eine Preisblase gibt. Wie immer ist die Frage der Preisbildung eine relative Frage, unabhängig davon, ob die Zinsen hoch oder niedrig sind.

▶ **D. Scognamiglio:** Die Zinssätze können einen grossen Einfluss auf die Immobilienpreise haben, insbesondere wenn wir die Cashflow-Bewertungsmethode zur Schätzung des Preises einer Immobilie verwenden. Ursprünglich wurde erwartet, dass die Auswirkungen der niedrigen Zinssätze minimal sein würden. Die Gesamtsituation mit grösserer Verschuldung und höherer Risikobereitschaft ist einer der negativen Nebeneffekte der von den Zentralbanken verfolgten niedrigen Zinssätze. Meiner Ansicht nach ist es eindeutig, dass die heutigen niedrigen Zinsen zu einer erheblichen Inflation der Vermögenspreise geführt haben, aber wie gerade angemerkt wurde, bedeutet diese Beobachtung nicht unbedingt, dass es eine Blase gibt.

▶ **S. Lüthi:** Das aktuelle Niedrigzinsumfeld treibt natürlich die Immobilienpreise in die Höhe. Doch trotz sinkender Zinsen befindet sich die Renditedifferenz zwischen Anlageimmobilien und Anleihen immer noch auf einem Rekordhoch. Auch das selbst genutzte Wohneigentum profitiert von der anhaltenden Zinsentwicklung: Attraktive Fremdkapitalkosten haben die Nachfrage angekurbelt und zu einem stetigen Aufwärtstrend der Hauspreise geführt. Die Zahlungsbereitschaft der Investoren für Anlageobjekte

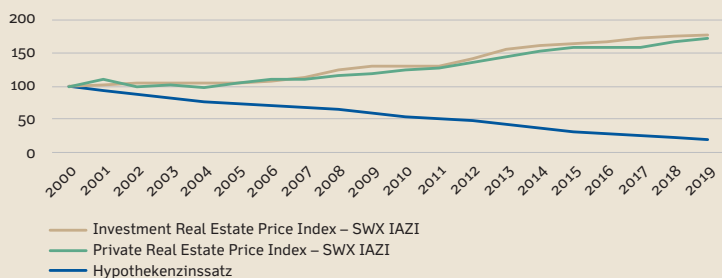
hat sich in der letzten Zeit jedoch nicht gleichmässig entwickelt. Typischerweise konzentrierte sich die Nachfrage auf Objekte mit vermeintlich "sicheren" Mieteinnahmen, wie Mehrfamilienhäuser und Gewerbeimmobilien in Top-Lagen. Dagegen ist die Bereitschaft, hohe Preise für Gewerbeimmobilien in Randlagen zu zahlen, nicht mehr da, wo sie vor einigen Jahren noch war.

### Der Immobilienmarkt ist durch geringe Liquidität und wenig Möglichkeiten zur Preisabsicherung gekennzeichnet. Was bedeutet das für den Markt?

▶ **C. Saputelli:** Diese beiden Merkmale implizieren, dass Anleger, die sich für den direkten Kauf einer Immobilie entscheiden, eine Haltedauer von mindestens fünf Jahren einkalkulieren sollten. Konkret: Je niedriger die Anfangsrendite bzw. je höher der Preis einer Anlageimmobilie, desto länger muss die Haltedauer sein, da der Grossteil der kumulierten Erträge erst in Zukunft ausgezahlt wird.

▶ **A. Plazzi:** Aufgrund der geringen Liquidität, die typischerweise auf dem Immobilienmarkt herrscht, sowie der Quantität und Qualität der verfügbaren Daten haben wir nur einen begrenzten Überblick darüber, was der aktuelle Marktpreis ist und in welche Richtung er sich bewegt. Die unmittelbare Folge ist, dass es im Vergleich zu Geschäften an einem börsennotierten Markt wesentlich mehr Zeit braucht, um zu erfahren, ob eine Transaktion gut oder schlecht war. Da es praktisch keine Absicherungskontrakte gibt und es schwierig ist, einzelne Immobilien aufzuteilen, haben wir nur sehr begrenzte Möglichkeiten, das Preisrisiko eines Investors zu reduzieren. Die Kombination dieser Faktoren bedeutet, dass Immobilieninvestitionen typischerweise riskant sind.

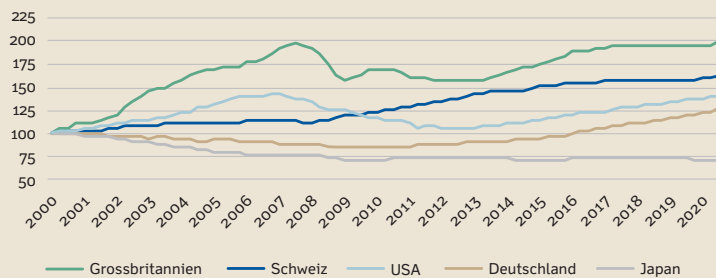
**Hypothekenzinsen und Immobilienpreise**  
Schweiz (Basis 100 im Jahr 2000)



Quelle: IAZI und SNB

**Internationale Hauspreise**

Reale Preise in Landeswährung (Basis 100 im ersten Quartal 2000)



Quelle: Mack and Martínez-García (2011)



### Wo liegen die grössten Risiken einer Blase auf dem Immobilienmarkt?

► **C. Saputelli:** Wohnimmobilien stellen im aktuellen Umfeld ein erhebliches Tail-Risiko dar, da sie sehr stark von den niedrigen Zinsen abhängig sind. Mein Team veröffentlicht seit einigen Jahren den "UBS Global Real Estate Bubble Index", der die Preise für Wohnimmobilien in 25 Grossstädten weltweit analysiert. Blasen entstehen typischerweise dann, wenn es zu einer Entkopplung von Einkommen und Mieten kommt, wenn überproportional viele Kredite vergeben werden oder wenn übermässig viel gebaut wird. Laut unserem aktuellen Index sind München und Frankfurt global gesehen die Städte mit dem höchsten Blasenrisiko. Auch in Toronto, Hongkong, Paris und Amsterdam ist das Risiko erhöht. Zürich ist – im Vergleich zum Vorjahr – nun ebenfalls Mitglied in der Gruppe von Städten mit erhöhtem Blasenrisiko.

► **A. Plazzi:** Gewerbe- und Wohnimmobilien weisen unterschiedliche Risikoeigenschaften auf, je nachdem, ob sie eine reine Finanzanlage oder auch ein Konsumprodukt darstellen. Hohe Verschuldungsmöglichkeiten und die Lockerung der Kreditvergabe-standards, wie sie kürzlich in den USA zu beobachten waren, erhöhen mechanisch das Risiko, dass sich eventuell auftretende Schocks verstärken.

### Wie breiten sich Schocks im Immobilienmarkt aus? Und wie sehr unterscheiden sich diese Effekte von anderen Finanzmärkten?

► **D. Scognamiglio:** Aufgrund der geringen Liquidität des Immobilienmarktes breiten sich Schocks viel langsamer aus als auf dem Aktienmarkt. Korrekturen am Immobilienmarkt treten auf, wenn einzelne Haushalte ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen können, typischerweise aufgrund von Zinserhöhungen, und gezwungen sind, ihre Häuser zu verkaufen. Grosse Immobilieneigentümer und institutionelle Investoren sind immuner gegen Zinsänderungen, da sie Bewertungsschwankungen ihrer verschiedenen Immobilien durch Bilanz-Dressing ausgleichen können; ausserdem sind sie weit weniger auf Kredite angewiesen als einzelne Haushalte. Kurz gesagt, die Regeln dieses Marktes sind nicht für alle Teilnehmer gleich.

► **C. Saputelli:** Der Kreditzyklus ist der wichtigste potenzielle Schock für den Immobilienmarkt. Erstens erfordert die Investition in Immobilien immer eine grosse Menge an Kapital, und Investoren benötigen in der Regel eine externe Finanzierung. Zweitens erfolgt die Fremdfinanzierung typischerweise über einen langen Zeitraum, was ein potenziell erhöhtes Refinanzierungsrisiko in der Zukunft impliziert: Die Zinssätze können steigen, und die Kreditgeber sind möglicherweise nicht bereit oder in der Lage, einen Kredit bei Fälligkeit zu refinanzieren. In anderen Anlageklassen, wie z. B. Aktien und Anleihen, können Anleger zwar auch eine Hebelwirkung erzielen; die überwiegende Mehrheit dieser Anlagen wird jedoch mit Barmitteln finanziert, weshalb sie weniger als Immobilien vom Kreditzyklus abhängig sind.

# Die heutige Marktstruktur – Herausforderungen und Chancen

**Aktuelle Schätzungen gehen davon aus, dass die Weltbevölkerung innerhalb der nächsten 30 Jahre um fast 30 % zunehmen wird. Ähnliche Schätzungen prognostizieren für die Schweiz einen Anstieg von mehr als 15 %. Wie werden sich diese enormen Zuwächse auf den Immobilienmarkt auswirken?**

► **D. Scognamiglio:** Die Demografie wird weltweit einen grossen Einfluss auf den Immobilienmarkt haben, und die Schweiz ist hier keine Ausnahme. Die Bevölkerung ist der Hauptkunde des Immobilienmarktes, sowohl direkt im Wohnungsmarkt als auch indirekt im Industrie- und Gewerbemarkt. Der Schweizer Markt hat sich in den letzten Jahrzehnten im Allgemeinen im Gleichgewicht befunden, weil die Zahl der neuen Hauskäufer in etwa der Zahl der neu gebauten Wohneinheiten entspricht. Mit den strengen Beschränkungen der Landnutzung werden die Immobilienpreise in der Schweiz wahrscheinlich hoch bleiben.

**Die Sektoren der Gewerbe- und Wohnimmobilien sind zusammen für 17,5 % aller globalen Treibhausgasemissionen verantwortlich. Wie werden sich Initiativen zur Eindämmung solcher Emissionen auf den Immobilienmarkt auswirken und wie sollten sie gestaltet sein?**

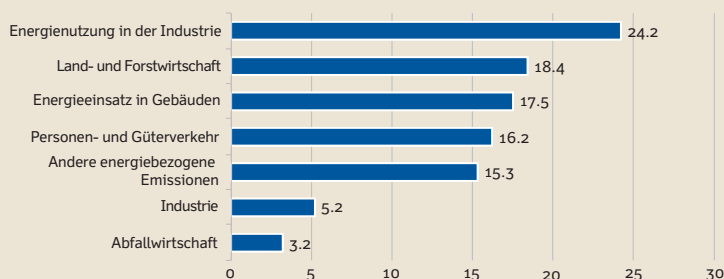
► **L. Küng:** Der Immobilienmarkt hat ein enormes Potenzial, wenn es darum geht, Treibhausgasemissionen zu reduzieren, im Vergleich zu beispielsweise der Land- und Forstwirtschaft. Die Technologien zur Senkung der Treibhausgasemissionen im Immobiliensektor sind bereits vorhanden (d. h. Isolierung, Solarpaneele, Energiespeicherlösungen usw.). Ich bin recht optimistisch, dass der Immobiliensektor die entsprechenden Technologien übernehmen und sich schnell anpassen wird. Staatliche Vorschriften bezüglich der verpflichtenden Offenlegung von Emissionen könnten helfen, diesen Übergang zu beschleunigen. Ein weiterer toller Punkt

hier ist, dass der Übergang nicht in den Händen einiger weniger Akteure konzentriert ist, sondern weitgehend in den Händen von Ihnen und mir und Milliarden anderer Hausbesitzer liegt.

► **S. Lüthi:** In der Schweiz ist der Immobiliensektor schätzungsweise für rund ein Drittel der gesamten CO<sub>2</sub>-Emissionen verantwortlich. Meiner Meinung nach werden mittelfristig nur solche Immobilien in den Portfolios institutioneller Investoren verbleiben, die eine klare Strategie in Bezug auf Nachhaltigkeit vorweisen können. Die Reduzierung der CO<sub>2</sub>-Emissionen wird wahrscheinlich zur Norm eines guten Immobilienmanagements werden. Der Gesetzgeber hat diesbezüglich bereits viele Vorgaben gemacht. Die gesetzlichen Vorgaben und Regelungen in diesem Bereich werden jedoch in Zukunft deutlich zunehmen müssen, wenn der Bund sein Ziel gemäss dem Pariser Klimaabkommen erreichen will. Zukünftige Initiativen und Gesetze sollten so gestaltet werden, dass Anreize für CO<sub>2</sub>-effizientes Bauen und Sanieren geschaffen werden, da Anreize wesentlich effektiver sind als Vorschriften oder Verbote. Investitionen in energieeffiziente Massnahmen sollten gefördert und steuerliche Erleichterungen gewährt werden. Zudem muss der Zugang zu Fördermitteln deutlich vereinfacht werden, da der Antragsprozess oft umständlich und mit langen Wartezeiten verbunden ist.

► **A. Plazzi:** Die Daten zeigen in der Tat, dass Energieeffizienz-Labels einen deutlichen Einfluss auf die Immobilienpreise haben. Die der öffentlichen Hand zur Verfügung stehenden Mechanismen, insbesondere Steuern und Subventionen, müssten konsequenter angewandt werden, um die Energiewende im Immobiliensektor zu beschleunigen. Ich könnte mir ein dynamisches Steuersystem vorstellen, ähnlich dem, das zum Beispiel für Autoemissionen existiert. In einem solchen System würden Eigentümer von Immobilien, deren Energieeffizienz unter einen bestimmten Schwellenwert fällt, mit einer zusätzlichen Steuer belastet werden. Ein solches System würde einen Wettlauf unter den Immobilienbesitzern auslösen, in energieeffiziente Lösungen zu investieren, da sich die durchschnittliche Effizienz des Marktes im Laufe der Zeit mechanisch verbessern würde.

**Globale Treibhausgasemissionen nach Sektoren**  
Milliarden Tonnen CO<sub>2</sub>-Äquivalente, 2016



Quelle: Climate Watch und the World Resources Institute

**Laufende Untersuchungen zeigen, dass die COVID-19-Pandemie die Karten sowohl im Gewerbe- als auch im Wohnimmobiliensektor neu gemischt hat. Was waren die auffälligsten Veränderungen, und werden diese Effekte langfristig anhalten?**

► **C. Saputelli:** Das Arbeiten von zu Hause aus ist für immer mehr Menschen zum Alltag geworden. Die Zahl der Erwerbstätigen, die regelmässig von zu Hause aus arbeiten werden, wird sich in den nächsten fünf Jahren wohl mehr als verdoppeln. Das bedeutet zum einen, dass der Bedarf an zusätzlichen Räumen zu Hause im Vergleich zur aktuellen Wohnsituation steigen wird. Erschwinglich werden Häuser mit mehr Wohnraum jedoch vor allem ausserhalb der Stadtzentren sein. Zweitens verteilt sich die Nachfrage nach Wohnungen durch das Arbeiten von zu Hause aus tendenziell gleichmässiger über geografische Regionen und weg von den Stadtzentren; dies kann den Wettbewerb um Wohnungen in bereits bestehenden Wohngebieten erhöhen. Zur gleichen Zeit, in der sich auf dem Wohnungsmarkt eine Nachfrageverschiebung abzeichnet, kann es bei Geschäftsräumen zu einem Verlust des Nachfragemomentes kommen. Da ein grösserer Anteil der Mitarbeiter eines Unternehmens in der Peripherie wohnt und teilweise von zu Hause aus arbeitet, wird eine gut angebundene Bürofläche in zentraler Lage umso wichtiger werden. Im Gegensatz dazu wird die Nachfrage nach Büroflächen in weniger attraktiven Lagen sinken. Die Arbeit von zu Hause aus wird auch den Bedarf an Büroflächen erhöhen, die von einem Unternehmen für kurze Zeiträume angemietet werden können, um Nachfragespitzen auszugleichen. Und schliesslich wird die Qualität von Büroflächen mit Arbeitsplätzen verglichen werden, die sich in gemütlichen Wohnungen befinden. Damit Büros als Orte des sozialen Austauschs auch in Zukunft attraktiv bleiben, muss ihre Innenausstattung verbessert werden: Die Konzepte des Grossraumbüros und des "Hot Desking", also der Büroraumverwaltung, bei der sich verschiedene Mitarbeiter einen Büroarbeitsplatz teilen und keiner mehr einen zugewiesenen Arbeitsplatz hat, müssen neu überdacht werden.

► **D. Scognamiglio:** Die Pandemie wirft die Frage auf, was in der heutigen, vernetzten Welt eigentlich eine Stadt ist. Da diese Frage weder einfach noch schnell zu beantworten ist, werden die Wohn- und Gewerbeimmobilienmärkte wahrscheinlich vier bis fünf Jahre brauchen, um wieder ins Gleichgewicht zu kommen. Aus einer Asset-Pricing-Perspektive benötigen Bewertungsmodelle typischerweise drei Parameter: Ertrag, Ergebnis und einen Diskontsatz. Das Neue an der aktuellen Krise ist, dass der Ertragsparameter betroffen ist; in der Vergangenheit war der betroffene Parameter immer der Diskontsatz.

**Haben technologische Innovationen in der Finanzwelt die Möglichkeit, den Immobilienmarkt nachhaltig zu verändern?**

► **A. Plazzi:** Ich glaube nicht, dass FinTech den Immobilienmarkt per se revolutionieren kann. Seine konkrete Brick-and-Mortar-Dimension wird bleiben, und bisherige Erfahrungen zeigen, dass die Möglichkeiten der Entwicklung von Finanzinstrumenten wie Optionen und Futures für Immobilien weitgehend begrenzt sind. Aber ich glaube, dass FinTech dennoch einige Teile des Immobilienmarktes beeinflussen wird.

► **C. Saputelli:** Neue Technologien verändern unseren Alltag. Die technologischen Entwicklungen haben grundsätzlich alle Bereiche der Wirtschaft erreicht und zum Teil vor grosse Herausforderungen gestellt. Jede Branche steht vor der Herausforderung, effizient und erfolgreich in einer digitalen Zukunft anzukommen. Die Immobilienbranche bildet hier keine Ausnahme und ist meiner Meinung nach auch ein grosser Nutzniesser der digitalen Transformation. Dementsprechend sehen wir, dass FinTech die digitale Transformation des Immobilienmarktes unterstützt, indem es zum Beispiel die Transparenz erhöht und die Transaktionskosten senkt.



# Banken

## Wie beeinflusst das heutige Negativzinsumfeld die Art und Weise, wie Banken und Investoren Risiken bewerten?

▶ **A. Goyal:** Im Vergleich zu dem, was international zu beobachten ist, sind die Kreditvergabestandards der Schweizer Banken für Haushalte sehr konservativ, sowohl was die geforderten Anzahlungen als auch die Simulationen der monatlichen Kosten angeht. Undurchsichtiger ist meines Erachtens das Verhalten der Schweizer Banken auf dem internationalen Markt.

▶ **C. Saputelli:** In einem Umfeld negativer Zinssätze wird das Risiko eines Zahlungsausfalls sehr gering, da die Kreditnehmer ihren finanziellen Verpflichtungen leicht nachkommen können. Da die Werte von Vermögenswerten jedoch durch diese negativen Zinssätze in die Höhe getrieben werden, steigt das Risiko einer künftigen Wertberichtigung. Das heutige Umfeld bietet einen starken Anreiz, die Kreditvergabe zu erhöhen. Dadurch werden Risikokontrollen immer wichtiger, wenn die Banken in der Lage sein sollen, einer durch einen möglichen Anstieg der Zinssätze in der Zukunft ausgelösten potenziellen systemischen Krise standzuhalten.

▶ **S. Lüthi:** Die niedrigen Zinsen, in Kombination mit den in allen Bereichen sinkenden Margen, könnten in der Tat einzelne Akteure dazu verleiten, ihre Risikobereitschaft zu erhöhen. Auf dem Immobilienmarkt habe ich wiederholt beobachtet, dass die aktuell niedrigen Zinsen einige Investoren dazu verleiten, noch höhere Risiken einzugehen, um das Renditeniveau ihrer Immobilienportfolios zu erhöhen oder auch nur zu halten. Vermögensverwalter müssen viel Selbstdisziplin aufbringen und über ausreichend kalibrierte Anlagemodelle verfügen, um die Besonderheiten des heutigen Umfelds zu berücksichtigen.

## Haben regulatorische Entscheidungen der Vergangenheit die Immobilienfinanzierung sicherer gemacht? Oder nicht? Was sind hier die Kosten- Nutzen Abwägungen?

▶ **C. Saputelli:** Die Umsetzung der selbstregulierten Bankenstandards hat aggressive Praktiken bei der Hypothekengabe eingeschränkt und den Wettbewerb am risikoreichen Ende des Geschäfts geschwächt. Die Änderungen der Kapitalerhaltungsvorschriften, einschliesslich der Kapitalpuffer, haben den Bankensektor insgesamt widerstandsfähiger gemacht. Allerdings haben diese Änderungen ebenfalls zu einem leichten Anstieg der Hypothekenkosten geführt.

▶ **S. Lüthi:** Die Frage, die man sich stellen muss, lautet eigentlich: "Sicherer gemacht für wen?" Regulierungsbehörden, Gesetzgeber und Zentralbanker haben das Ziel, das gesamte Finanzsystem stabil zu halten und jedwede Form von Zusammenbruch zu vermeiden. Die Subprime-Krise in den USA hat uns zum Beispiel gezeigt, was passiert, wenn die Kreditvergabepolitik völlig aus dem Ruder läuft. Im Falle der Schweiz kann man über die Sinnhaftigkeit von Markteingriffen wie Eigenkapitalunterlegung, Anforderungen an das Eigenkapital des Kreditnehmers oder den kalkulatorischen Zinssatz von 5% bei der Berechnung der Erschwinglichkeit diskutieren. Entfiele z.B. die letztgenannte Massnahme, würde die Nachfrage nach Wohneigentum stark ansteigen und den ohnehin schon teuren Markt in diesem Bereich weiter anheizen. Eine Überhitzung, vielleicht sogar die Bildung einer Preisblase, könnte dann eintreten. Während der Schweizer Immobilienkrise in den 1990er Jahren haben Schweizer Banken Hypotheken im Wert von rund CHF 50 Mrd. abgeschlossen. Basierend auf den damals gesammelten Erfahrungen und ergriffenen Massnahmen hat sich das System in den letzten 20 Jahren als weitgehend robust gegenüber verschiedenen Arten von Schocks erwiesen. Kurz gesagt: Regulierungen und Interventionen begrenzen das Kreditvolumen, was sich u.a. in einer niedrigen Wohneigentumsquote der Schweizer Bevölkerung manifestiert.

## Immobiliencrashes haben in der Vergangenheit immer wieder Banken in Schwierigkeiten gebracht. Wie würde der Bankensektor auf einen Preisrückgang von z.B. 10% reagieren?

▶ **C. Saputelli:** Ein Rückgang in dieser Grössenordnung hätte keine nennenswerten Auswirkungen auf die Bilanzen der Banken. Angesichts der starken Preissteigerungen in den letzten 10 Jahren liegen die Beleihungsquoten weit unter den kritischen Werten. Allerdings würden die Banken wahrscheinlich zurückhaltender werden, wenn es um die Vergabe von Krediten geht, die nicht allen internen Regeln entsprechen, da neue Hypotheken den Preisschwankungen am stärksten ausgesetzt sind.

▶ **D. Scognamiglio:** Ein Rückgang der Marktpreise von weniger als 20% wäre für die Banken überhaupt kein Problem, solange die finanziellen Verpflichtungen der Kreditgeber erfüllt werden; dieser Preisrückgang würde sich lediglich auf das Eigenkapital der Haushalte auswirken. Probleme würden erst dann entstehen, wenn die Banken von den Aufsichtsbehörden verpflichtet würden, den Haushalten einen "Margin Call" aufzuerlegen, um den Rückgang



des Sicherheitswertes ihrer Häuser zu decken. Das eigentliche Risiko für Banken sind Notverkäufe, die, wie in den späten 1980er Jahren, eintreten könnten, wenn zu viele Menschen ihre Arbeit verlieren und ihren finanziellen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen können.

#### Worauf sollten Banken ihr Augenmerk richten? Auf Gewerbeimmobilien? Oder auf Wohnimmobilien?

► **C. Saputelli:** Historisch gesehen waren gewerbliche Immobilien die Hauptquelle für Probleme bei Banken. Besonders die Finanzierung von Bauträgern ist eine Hauptquelle für Abschreibungen. Im aktuellen Umfeld stellen Wohnimmobilien jedoch ein erhebliches Tail-Risiko dar, da sie sehr stark von Null-/Negativzinsen abhängig sind. Langfristig wird es wichtig sein, ausreichend hohe Tilgungsraten im Auge zu behalten.

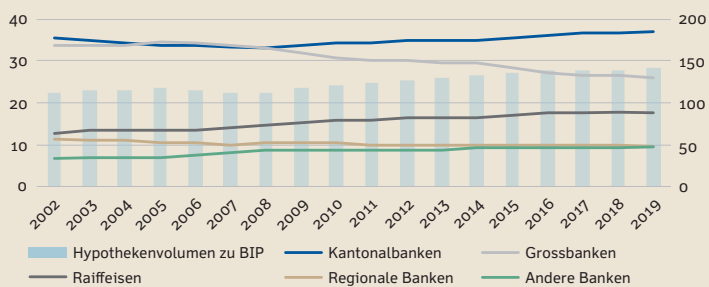
#### Wie sieht der Hypothekenmarkt von morgen aus, und wie sollten sich Banken darauf einstellen?

► **A. Plazzi:** Weder kurzfristig noch mittelfristig ist mit einem Anstieg der Zinsen und Hypothekenzinsen zu rechnen. Bei derart niedrigen Zinsen sind die Margen hauchdünn, so dass der Raum für Wettbewerb nicht gross sein dürfte. Banken sollten sich darauf konzentrieren, gute Beziehungen zu ihren bestehenden Kunden zu pflegen und deren Kreditrisiko zu überwachen.

► **C. Saputelli:** Banken werden die Hauptquelle für Hypothekenfinanzierungen bleiben. Aber die plattformbasierte Kreditvergabe wird ihren Marktanteil mit der Zeit erhöhen. In einem Negativzinsumfeld werden Banken nicht mit Direktinvestoren bei langfristigen Hypothekenzinsen konkurrieren wollen. Daher werden sich die Banken auf kurzfristige Hypotheken und auf komplexere und risikoreichere Finanzierungen konzentrieren, die von institutionellen Anlegern nicht nachgefragt werden.

► **D. Scognamiglio:** Die Grundregeln des Hypothekenmarktes werden weitgehend unverändert bleiben, solange die regulatorischen und steuerlichen Vorschriften unverändert bleiben. Was sich zwangsläufig ändern wird, ist eine Erhöhung der Transparenz über die Zinssätze sowie eine Zunahme der Anzahl der Akteure auf dem Markt. Die Folgen werden auf lange Sicht ein wettbewerbsintensiverer Markt mit geringeren Margen für die Finanzakteure sein. Banken müssen wachsen, wenn sie überleben wollen.

Marktanteil des Hypothekengeschäfts pro Bankengruppe und Verhältnis Hypothekenvolumen/BIP (rechte Achse) Schweiz, %



Quelle: BFS und SNB

# Institutionelle Investoren

## Was sind die Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen?

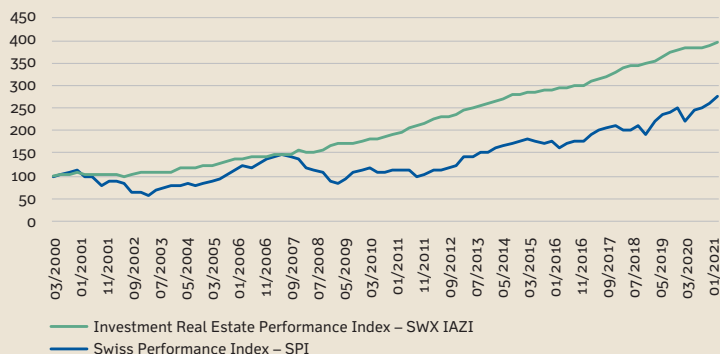
► **S. Lüthi:** Investoren, die Aktienanlagen als zu riskant empfinden, richten ihren Fokus typischerweise auf Immobilien. Die historisch niedrigen Refinanzierungssätze und die hohe Verfügbarkeit von Hypotheken haben direkte Immobilienanlagen momentan attraktiver gemacht als indirekte Lösungen. Wie jede Art von Anlage setzt sich auch die direkte Immobilienanlage aus drei Komponenten zusammen: Rendite, Liquidität und Risiko. Wenn direkte Immobilienanlagen eine höhere Rendite als z. B. indirekte Immobilienanlagen versprechen, dann müssen Investoren auch Nachteile bei Liquidität und Risiko in Kauf nehmen. Direkte Immobilienanlagen erfordern eine zeitintensive Objektsuche und sind zudem mit erheblichen Transaktionskosten verbunden. Darüber hinaus werden die Kosten für Instandhaltung, Betrieb und Mietausfall meist massiv unterschätzt und können die zunächst prognostizierte Rendite schnell schmälern. Kurz gesagt: Fehlendes Know-how, gepaart mit den Unzulänglichkeiten des Immobilienmarktes, kann zur Renditefalle werden. Direkte Immobilieninvestitionen binden in der Regel viel Eigenkapital und werden letztlich zu einem Klumpenrisiko im Portfolio von Privatanlegern. Eine Alternative dazu ist die indirekte Investition in Immobilien über einen Investmentfonds, typischerweise einen Real Estate Investment Trust (REIT), der Immobilien besitzt und betreibt und Investoren und Anlagemöglichkeiten zusammenbringt. Anteile an breit gestreuten REITs können bereits mit geringen finanziellen Mitteln erworben werden und werden in der Regel am öffentlichen Markt gehandelt, was sie zu hochliquiden Anlagelösungen macht.

## Wie unterscheidet sich Immobilienanlagen mit Fremdfinanzierung von anderen Formen der Fremdfinanzierung?

► **C. Saputelli:** Im Vergleich zu Aktien- oder Anleiheninvestitionen können Anleger bei Immobilieninvestitionen eine höhere Hebelwirkung anwenden, da die entsprechenden Immobilienwerte von externen Gutachtern festgelegt werden und diese daher im Laufe der Zeit sehr stabil sind. Eine solch hohe Hebelwirkung ist möglich, da die Mieter in der Regel mehrjährige Verträge unterzeichnen und das Risiko des Konkurses eines Mieters durch eine Vermietung an mehrere verschiedene Unternehmen und Haushalte effizient reduziert werden kann.

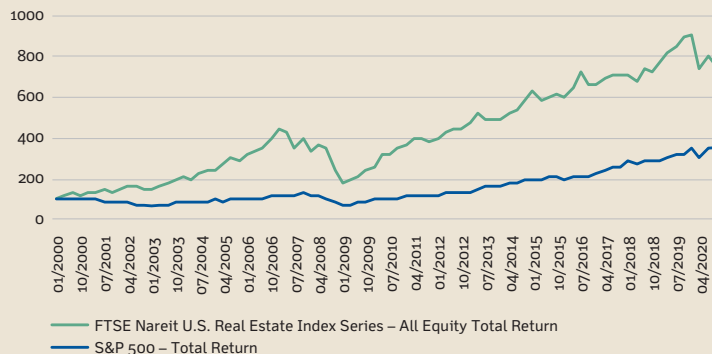
► **S. Lüthi:** Die Fremdfinanzierung im Immobilienbereich erfolgt in der Regel über Hypotheken. Die hypothekarische Besicherung reduziert grundsätzlich die Ausfallquote für den Kreditgeber, aber auch für das Finanzsystem insgesamt, solange der Beleihungsauslauf die Situation ehrlich widerspiegelt. Aber grundsätzlich hat die Leverage bei Immobilien den gleichen Effekt wie bei Aktien oder anderen Anlageklassen. Im Falle der Schweiz sind die institutionellen Investoren betreffend kaum Exzesse zu beobachten. Der Gesetzgeber hat hierbei ein wichtiges Mitspracherecht, da er die maximal zulässige Fremdfinanzierungsquote festlegt; bei Immobilienfonds ist diese Quote beispielsweise auf ein Drittel gedeckelt. Interessanterweise wollen viele institutionelle Anleger keine hohen Fremdfinanzierungsquoten. Swisscanto hat im vergangenen Jahr eine Umfrage unter Investoren, insbesondere Pensionskassen, durchgeführt. Das Ergebnis war eindeutig: Die Investoren wollen prinzipiell keine strategische Hebelwirkung in ihren Produkten.

**Gesamtrendite für Aktien und Immobilien**  
Schweiz (Basis 100 im Jahr 2000)



Quelle: IAZI und SIX

**Gesamtrendite für Aktien und Immobilien**  
USA (Basis 100 im Jahr 2000)



Quelle: FTSE Russell und CRSP

### Wie lässt sich im Hinblick auf die faktorbasierte Asset Allokation der Faktor Immobilien charakterisieren?

▶ **A. Plazzi:** Theoretisch ist eine Investition in Immobilien im Hinblick auf die Portfoliodiversifizierung interessant, da Immobilien eine relativ geringe Korrelation mit Aktien und Anleihen aufweisen. In der Praxis ist ein solches Engagement jedoch schwer zu implementieren, da die börsennotierten Unternehmen, die im Immobiliengeschäft tätig sind – die REITS – im Vergleich zum tatsächlichen Immobilienmarkt in ihrer Anzahl, geografischen Diversifizierung und Grösse begrenzt sind. Zum Beispiel besitzt der gesamte US-Aktien-REIT-Markt ein Immobilienvermögen von etwas mehr als 2,5 Billionen USD, was der aktuellen Marktkapitalisierung von Apple, dem derzeit grössten börsennotierten Unternehmen, entspricht.

▶ **A. Goyal:** Die Identifizierung des Immobilienfaktors ist in der Tat komplex, da die Existenz von börsennotierten Immobilienfonds und auch die Existenz von Futures und Indizes, die um diese Fonds herum aufgebaut sind, erfordert. Derzeit gibt es REITS praktisch nur auf dem US-Markt; die Schaffung solcher Finanzvehikel könnte eine gute Geschäftsidee für Fondsmanager in Europa und der Schweiz sein und auch eine gute Diversifizierungsmöglichkeit für institutionelle Anleger darstellen.

### Institutionelle Investoren, insbesondere Pensionsfonds, müssen typischerweise vorgegebene Investitionsquoten erfüllen. Das heutige finanzielle Umfeld, das durch niedrige Zinsen und hohe Immobilienpreise gekennzeichnet ist, unterscheidet sich radikal von dem Umfeld, das vor 15 Jahren herrschte. Wie haben sich ihre Portfolios im Laufe der Zeit entwickelt?

▶ **S. Lüthi:** Die Portfolios der Schweizer Pensionskassen haben sich in den letzten Jahren stark verändert. Sowohl die Immobilien- als auch die Aktienquote haben sich stetig erhöht – zu Lasten von Anleihen und anderen Fremdkapitalanlagen. Der Anteil der direkt und indirekt gehaltenen Immobilien in Multi-Asset-Portfolios bewegt sich derzeit in Richtung der regulatorischen Obergrenze von 25%. Grössere Pensionsfonds setzen in erheblichem Masse auf direkt gehaltene Immobilien, während kleinere Fonds hauptsächlich auf indirekte Immobilienanlagen setzen. In Bezug auf die internationale Diversifikation setzen Schweizer Pensionskassen vor allem auf inländische Immobilienanlagen; dieses "Home Bias"-Phänomen ist typisch für Schweizer Investoren.

▶ **A. Goyal:** Das heutige Umfeld ist für Pensionsfondsmanager sehr herausfordernd, da die Gesamtmarktrendite niedrig ist. Als die Zinssätze in den vergangenen Jahrzehnten sanken, stiegen die Preise für Anleihen und damit auch die Gesamtrendite von Pensionsfonds. Aber mit Blick auf die Zukunft kann diese umgekehrte Korrelation zwischen Zinssätzen und Anleihekursen nicht weiter funktionieren, da der Grossteil dieser Anleihen entweder fällig geworden ist oder zu den heutigen Marktbedingungen erneuert wurde.

▶ **A. Plazzi:** Aus allgemeiner Sicht ist die Diversifizierung der Schlüssel bei der Konstruktion eines Portfolios. Eine solche Diversifizierung sollte nicht nur über Anlageklassen, sondern auch über Branchen und geografische Gebiete erfolgen. Im speziellen Fall von Immobilien müssen wir das Alter der Immobilie berücksichtigen, da die zunehmenden Umweltauflagen für den Immobiliensektor wahrscheinlich den Preis ineffizienter Immobilien (von denen es in der Schweiz viele gibt) nach unten drücken werden. Der Unterschied in der Energieeffizienz zwischen alten und neueren Gebäuden wird zu einem grossen Preisabschlag für alte Gebäude führen und könnte letztlich eine Bedrohung für Pensionsfonds darstellen.

### Der interne Zinsfuss (IZF) globaler Immobilienfonds war in den letzten zehn Jahren solide. Wird sich das ändern? Und, wenn ja, wie?

► **D. Scognamiglio:** Der hohe interne Zinsfuß wirkt sich auf die Rendite des Eigenkapitalanteils des Fonds aus, weshalb wir auch die Dimensionen Leverage und Risiko in unsere Analyse einbeziehen müssen. Eine Hauptkomponente dieser hohen Rendite ist der Wertzuwachs, der nicht realisiert (oder kassiert) wurde, und nicht der Kapitalisierungssatz. Solange die Immobilienwerte weiter steigen, wie es in den letzten 20 Jahren der Fall war, werden diese Zahlen hoch bleiben.

► **C. Saputelli:** Der positive interne Zinsfuss ist in der Tat weitgehend durch den gestiegenen Anteil der Kapitalgewinne als Beitrag zur Gesamtrendite der Anlage getrieben worden. Wir gehen davon aus, dass die Kapitalgewinne in naher Zukunft geringer ausfallen werden, da der Grossteil der Kompression des Kapitalisierungszinssatzes ungefähr in den letzten fünf Jahren stattgefunden hat. Infolgedessen ist die Gesamtrendite nun stärker vom Ertragsanteil der Anlage abhängig.

### Wie managen institutionelle Investoren die Rendite-, Liquiditäts- und Risikodimensionen ihrer Immobilienanlagen?

► **S. Lüthi:** Betrachtet man die Kapitalmarktthemen der letzten Quartale, so zeigt sich, dass institutionelle Investoren eine klare Präferenz für indirekte Immobilienanlagen auf Basis des Nettoinventarwerts haben, entweder über REIT oder über nicht börsennotierte Immobilienfonds. Diese Präferenz ist hauptsächlich auf die drei oben genannten Dimensionen zurückzuführen: Rendite, Liquidität und Risiko. Indirekte Anlagen sind in der Regel liquider als direkte, weisen eine geringere Volatilität auf und sind nur schwach mit börsennotierten Aktienprodukten korreliert; ausserdem bieten sie weiterhin eine solide Rendite.

► **A. Goyal:** Der Mangel an Liquidität ist eindeutig ein Merkmal des Immobilienmarktes, insbesondere des Direktinvestitionsteils des Marktes, und spricht dafür, dass es eine finanzielle Prämie für dieses Risiko geben sollte. Ob diese Risikoprämie angemessen bepreist ist, wird sich noch zeigen müssen – es ist eine weitgehend unbeantwortete Frage.

### Was können wir über die Gesamtkombination dieser verschiedenen Faktoren sagen?

► **A. Goyal:** In Anbetracht des heutigen Niveaus von Zinsen, interner Zinsfüsse und demografischer Entwicklung kann festgestellt werden, dass institutionelle Anleger und Pensionsfonds noch viele Jahrzehnte lang vor grossen Herausforderungen stehen werden. Heilmittel hierfür wären, dass Menschen länger arbeiten, mehr in ihre Pensionsfonds einzahlen oder lernen, mit weniger zu leben – alles drei Lösungen, die für viele Menschen nicht akzeptierbar sind.



# Haushalte

## Die eigene Immobilie ist in der Regel der grösste Vermögenswert, den ein Haushalt besitzt. Was bedeutet das in Bezug auf die Portfoliodiversifizierung?

► **A. Goyal:** Haushalte sind sich in der Regel des geringen Diversifizierungsgrads ihrer Anlageportfolios nicht bewusst. Dennoch sollten moderate Preisschwankungen bei Immobilien nur geringe Auswirkungen auf das allgemeine Wohlbefinden eines Hausbesitzers haben. Die Tatsache, dass Schweizer Haushalte ihre Kredite nicht vollständig tilgen müssen, ermöglicht es ihnen, ihr Vermögen in zusätzliche Vermögenswerte zu investieren um so von den potenziellen Vorteilen der Diversifizierung zu profitieren.

► **C. Saputelli:** Die Vermögensallokation eines Eigenheimkäufers, der zum ersten Mal Wohneigentum erwirbt, ist angesichts der heutigen hohen Hauspreise typischerweise illiquide und nicht stark diversifiziert. Um also langfristig Vermögen aufzubauen, sollten sich Haushalte in der Tat darauf konzentrieren, liquide Vermögenswerte zu akkumulieren, um die Diversifizierung und finanzielle Flexibilität ihres Anlageportfolios zu erhöhen. Es gibt allerdings keinen Grund, warum Hausbesitzer von weiteren Immobilieninvestitionen in ihrer Vermögensallokation absehen sollten, da die Korrelation zwischen lokalen Hauspreisen und breit gestreuten Immobilien im Allgemeinen gering ist. Aber Haushalte sollten Investition in zusätzliche Immobilien im gleichen Wirtschaftsraum wie ihr eigenes Haus minimieren.

► **L. Küng:** Insgesamt bedeutet eine Anlagestrategie, die hauptsächlich in Immobilien investiert, dass das finanzielle Risiko des investierenden Haushalts schlecht diversifiziert ist und, schlimmer noch, dass dieses Risiko stark fremdfinanziert ist. US-Daten zeigen, dass Immobilienpreise positiv mit Löhnen korreliert sind. Wenn also die Wirtschaft boomt, steigen sowohl die Mieten als auch die Löhne. Diese Korrelation impliziert, dass das Mieten eine natürliche Absicherung gegen eine rückläufige Wirtschaftsleistung darstellt – eine Absicherung, die Hausbesitzer aufgeben. Interessanterweise neigen Finanzberater dazu, den Absicherungsaspekt des Mietens auszublenden, wenn sie das finanzielle Risiko von Einzelpersonen analysieren. Ob diese US-Ergebnisse auf den Schweizer Markt zutreffen, bleibt eine offene Frage. Nichtsdestotrotz glauben viele Menschen, dass das Risiko von Immobilien dem von Staatsanleihen ähnelt, was schockierend und schlicht und einfach falsch ist. Immobilienpreise sind in der Vergangenheit gefallen und werden auch in Zukunft wieder fallen.

## Die Immobilienpreise in der Schweiz gehören zu den höchsten der Welt, ebenso die Verschuldung der Haushalte. Was soll man von diesen Fakten halten?

► **A. Goyal:** Die Schweizer Immobilienpreise sind im internationalen Vergleich zwar in der Tat hoch, aber das bedeutet weder, dass sie überteuert sind, noch dass es einen Boom gibt. Wenn man Hauspreise mit Gehältern vergleicht, sieht man, dass die Immobilienpreise in Genf und Zürich im Einklang mit denen von z.B. Stockholm und Toronto sind.

► **D. Scognamiglio:** Schweizer Haushalte sind zwar hoch verschuldet, verfügen aber auch über ein beträchtliches Vermögen. Aufgrund des Schweizer Steuersystems ist die Verlockung für Haushalte gross, ihre Hypothekenschulden nur zu einem bestimmten Grad zu tilgen und gleichzeitig die Ersparnisse in breit diversifizierte Finanzmärkte zu investieren. Ebenso ist zu bedenken, dass durch die starke Zunahme der Verschuldung in den letzten Jahren auch die Abhängigkeit von Zinsen zugenommen hat. Ein starker und unzureichend antizipierter Zinsanstieg könnte viele Haushalte unter finanziellen Druck setzen. Das Schweizer Steuersystem würde diesen Effekt jedoch insofern abfedern, als dass wir die Zinsen für eine Hypothek vom steuerbaren Einkommen abziehen können.

**Privater Immobilienpreis zu Median des verfügbaren Haushaltsäquivalenzeinkommens Schweiz (Basis 100 im Jahr 2000)**



**Die Preise für Wohnimmobilien sind in den letzten 20 Jahren weltweit stetig gestiegen. Können Haushalte einen Preisrückgang von z. B. 10 % verkraften?**

► **C. Saputelli:** Wenn man bedenkt, dass sich die Hauspreise in den letzten 20 Jahren vielerorts mehr als verdoppelt haben, ist eine Preiskorrektur von nur 10 % im aktuellen Niedrigzinsumfeld absolut verkraftbar. In jüngster Zeit wurden gezielte staatliche Regulierungen vorgenommen, um den Aufwärtstrend der Preise, insbesondere in den überhitzten Immobilienmärkten, zu bremsen. Die daraus resultierenden Preissenkungen im niedrigen zweistelligen Prozentbereich hatten jedoch keine negativen Auswirkungen in den betroffenen Regionen. Im Gegenteil, für viele Haushalte wurde der Erwerb von Wohneigentum etwas erschwinglicher.

**Was wären Ihre warnenden Ratschläge für Haushalte?**

► **L. Küng:** Eigentum von Immobilien hat offensichtlich grosse Vorteile, aber es bringt auch Risiken mit sich, und Menschen neigen dazu, diese zu minimieren. Haushalte müssen gut kalkulieren und dabei über Miet- und Zinszahlungen hinausdenken; sie müssen diszipliniert sein, wenn es um eine ordnungsgemässe Instandhaltung geht, und sollten auch eine Schuldentilgung über das erforderliche Minimum hinaus in Betracht ziehen. Der Kauf einer Immobilie ist sowohl eine finanzielle als auch eine emotionale Entscheidung, was bedeutet, dass wir Immobilienentscheidungen immer aus mehreren Perspektiven betrachten müssen.

► **D. Scognamiglio:** Haushalte, die ein Eigenheim besitzen, haben bereits genug Immobilienbesitz. Haushalte müssen die Investition in Immobilien gründlich durchdenken, da Immobilien teurer sind, als viele vielleicht zunächst denken, und Instandhaltungskosten derzeit höher sind als Zinsen. Der Instandhaltung kommt zentrale Bedeutung zu, wenn hedonische Preisindizes für Qualität kontrollieren: Preise, die für neue und gut gewartete Immobilien steigen, steigen nicht unbedingt für alte und schlecht gewartete.



## Swiss Finance Institute

Das Swiss Finance Institute (SFI) ist das nationale Kompetenzzentrum für Grundlagenforschung, Doktorandenausbildung, Wissensaustausch und Weiterbildung im Bank- und Finanzwesen. Die Mission des SFI ist es, Wissenskapital für den Schweizer Finanzmarkt zu schaffen. Das 2006 als eine öffentlich-private Partnerschaft gegründete SFI entstand aus einer gemeinsamen Initiative des Schweizer Finanzsektors, sechs führender Schweizer Universitäten und der Schweizerischen Eidgenossenschaft.

### Herausgeber

Dr. Silvia Helbling  
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education

### Kontakt

Dr. Cyril Pasche  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

Diese Publikation wurde auf nachhaltigem "Refutura"-Papier gedruckt, welches mit dem Blauen Engel zertifiziert ist.

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80  
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71  
www.sfi.ch

