

# Swiss Finance Institute Roundups

## Einblicke in den heutigen Immobilienmarkt – die Schweiz im Fokus

### Editorial



Immobilien sind gleich von mehreren bedeutenden Veränderungen betroffen: höhere Inflation, höhere Zinssätze und zunehmende ESG-Risiken. In diesem SFI Roundup erörtern Experten aus Wissenschaft, Industrie und Regulierungsbehörden die neuen und schwierigen Abwägungen, die Investoren und Haushalte im Schweizer Kontext durchführen müssen. Werden sich die makroökonomischen Unsicherheiten auf die Immobilienpreise auswirken und den Finanzsektor beeinflussen? Welche Rolle sollten Immobilien im Portfolio eines Anlegers spielen? Sollten Eigenheimeigentümer ihre derzeitige Finanzierung überdenken? Und werden sich die immer strengeren Energievorschriften auf den Markt auswirken?

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre.

**Prof. François Degeorge**  
Managing Director

# Autoren

**Christoph Basten**

Christoph Basten ist Assistenzprofessor für Bankwesen an der Universität Zürich. Vor dem Ruf an die Universität Zürich arbeitete er als Risikomanager bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), wo er sich auf die Schweizer Hypothekmärkte konzentrierte. Er hat am European University Institute (EUI) in angewandten Wirtschaftswissenschaften promoviert.

**Lorenz Küng**

Lorenz Küng ist ausserordentlicher Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Università della Svizzera italiana. Vor dem Ruf an die Fakultät in Lugano war er an der Northwestern University tätig und arbeitete als Forschungsökonom bei der Federal Reserve Bank of Chicago. Er hat an der University of California, Berkeley, in Wirtschaftswissenschaften promoviert.

**Roland Füss**

Roland Füss ist Professor für Real Estate Finance und Direktionsmitglied des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen und der School of Finance an der Universität St. Gallen. Vor dem Ruf an die Universität St. Gallen war er Fakultätsmitglied an der EBS Business School. Er hat einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften der Universität Freiburg im Breisgau.

**Daniel Salzmann**

Daniel Salzmann ist CEO der Luzerner Kantonalbank (LUKB) und Vorstandsmitglied des Verbands Schweizerischer Kantonalbanken (VSKB) sowie der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg). Vor seiner Tätigkeit bei der LUKB arbeitete er für die UBS, die Credit Suisse und die Bank Coop. Er ist Absolvent des Executive MBA der Hochschule Luzern.

**Petra S. Häfliger**

Petra S. Häfliger ist Leiterin des Kompetenzzentrums Hypothekemarkt Schweiz bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), wo sie den Immobilienmarkt überwacht und verschiedene Aspekte des Hypothekengeschäfts analysiert. Bevor sie zur FINMA wechselte, arbeitete sie bei der Zürcher Kantonalbank als Senior Quant Structurer. Sie hat einen Dokortitel in Physik der ETH Zürich.

**Jörg Schläpfer**

Jörg Schläpfer ist Leiter Makroökonomie bei Wüest Partner, wo er seit 2015 das wirtschaftliche und regulatorische Umfeld des Immobilienmarktes analysiert. Er organisiert die Wüest Academy, ein Weiterbildungsprogramm für Immobilienwissen, und ist Gastdozent an verschiedenen Hochschulen. Er hat einen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften der ETH Zürich.

# Ein paar Fakten über den Immobilienmarkt

## Wenn man Immobilien mit anderen Vermögenswerten wie Aktien oder Anleihen vergleicht, was sind die auffälligsten Gemeinsamkeiten und Unterschiede?

► **L. Küng:** Immobilien sind in vielerlei Hinsicht das genaue Gegenteil von Blue-Chip-Aktien: Sie zeichnen sich durch geringe Liquidität, hohe Transaktionskosten und nahezu null Möglichkeiten aus, den Markt zu shorten. Darüber hinaus sind Hausbesitzer bei selbst genutzten Immobilien sowohl Investoren als auch Konsumenten, da sich der Wert ihres Hauses im Laufe der Zeit verändert und sie auch täglich davon profitieren. Auf diese Weise erhöht Wohneigentum ihr Gesamtrisiko, da sie sowohl den Zyklen des Arbeitsmarktes als auch denen des Immobilienmarktes ausgesetzt sind. Diese beiden Zyklen sind zudem stark miteinander korreliert.

► **D. Salzmann:** Für Anleger ist eine Direktinvestition in Immobilien, bei der ein bestimmtes Objekt erworben wird, vergleichbar mit dem Erwerb eines kleinen oder mittleren Unternehmens (KMU). Es erfordert eine alltägliche Verwaltung, die jedoch an einen Immobilienverwalter ausgelagert werden kann. Bei einer indirekten Anlage, die durch den Erwerb von Aktien einer Immobiliengesellschaft erfolgt, sind Anleger den Höhen und Tiefen und den Regeln des Finanzmarktes ausgesetzt. Sie müssen Ihrem Fondsmanager vertrauen, dass er die richtigen Entscheidungen trifft.

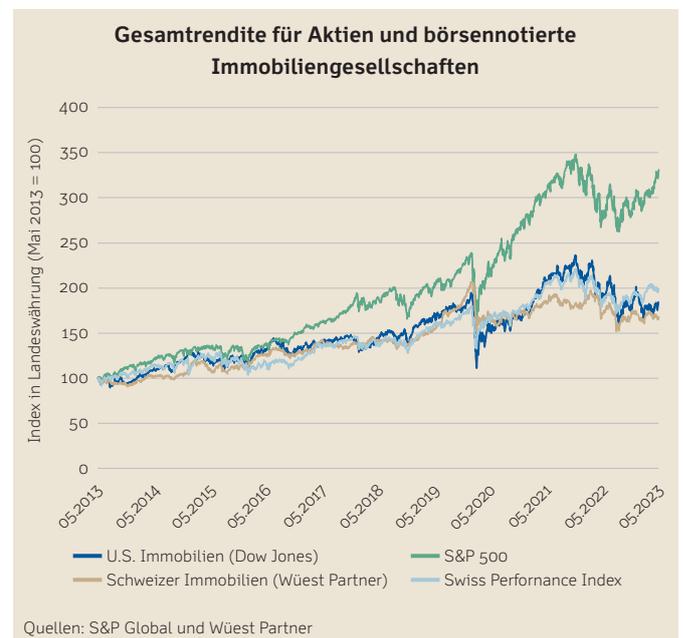
► **R. Füß:** Auch der Anlagehorizont spielt eine wichtige Rolle. Direkte Immobilieninvestitionen sind aufgrund der hohen Illiquidität und der Transaktionskosten, die sie mit sich bringen, in der Regel langfristig. Indirekte Anlagen weisen kurzfristig viele Ähnlichkeiten mit Aktien und Anleihen auf, mit geringeren Transaktionskosten und einem grossen Pool von Mietern. Langfristig bieten indirekte Anlagen in Immobilien auch eine Absicherung gegen steigende Inflation und weisen nachweislich eine geringe Korrelation mit Aktien und Anleihen oder anderen liquiden Anlagelösungen auf.

► **J. Schläpfer:** Indirekte Anlagen wie Immobilieninvestmentfonds (Englisch: Real Estate Investment Trusts; REITs) sind in der Tat eine effiziente Möglichkeit, sich am Immobilienmarkt zu beteiligen und ein Finanzportfolio weiter zu diversifizieren. Anleger müssen sich jedoch darüber im Klaren sein, dass sich ein bestimmter REIT in der Regel auf eine bestimmte Immobilienart, wie z. B. Industrieimmobilien oder Rechenzentren, und ein bestimmtes geografisches Gebiet konzentriert und daher nicht repräsentativ für den gesamten Immobilienmarkt ist.

## Welches sind die üblichen Bewertungsmethoden, um den Preis von Immobilienanlagen zu schätzen?

► **P. S. Häftiger:** Das hängt von der Art der Immobilie ab, deren Preis Sie schätzen wollen. Bei selbst genutzten Immobilien ist die hedonische Methode (Vergleichswertverfahren) der Standardansatz. Sie berücksichtigt die verschiedenen Merkmale einer Wohnung, einschliesslich ihrer Lage, und wird mit den jüngsten Transaktionspreisen für ähnliche Immobilien kalibriert. Im Falle von Ertragsimmobilien ist die Discounted-Cashflow-Methode (abgezinster Zahlungsstrom) am besten geeignet. Hier werden die erwarteten künftigen Mittelzuflüsse aus Mieteinnahmen und Mittelabflüsse aufgrund von Investitionsausgaben verwendet. Zu beachten ist, dass der Abzinsungssatz eine Risikoprämie enthält, die sich nach dem Zustand und der Lage der Immobilie richtet, und dass Gewerbeimmobilien tendenziell eine höhere Risikoprämie aufweisen als Wohnimmobilien.

► **C. Basten:** Das hedonische Modell eignet sich gut für Standard-Wohnimmobilien, bei denen wir genügend frühere Transaktionspreise für ähnliche Immobilien haben. Im Gegensatz dazu ist bei der Preisbildung für etwas exotischere Häuser ein kostenbasierter Ansatz oft besser geeignet. Bei diesem werden der Wert des Grundstücks und die Baukosten addiert und anschliessend die Tilgung abgezogen.



### Welche verschiedenen Methoden gibt es zur Finanzierung von Immobilieninvestitionen?

▶ **R. Füß:** Eigenheimeigentümer haben in der Regel keine andere Wahl, als einen stark fremdfinanzierten Ansatz mit einer Hypothek zu wählen. Hingegen neigen institutionelle Anleger, die aus regulatorischer Sicht stärker eingeschränkt sind, dazu, Immobilien mit begrenzter externer finanzieller Hilfe zu erwerben. In den vergangenen 15 Jahren, als Liquidität im Überfluss vorhanden war, verdrängten institutionelle Anleger aufgrund von Diversifizierungserfordernissen und begrenzten Anlagemöglichkeiten auf den Aktien- und Anleihemärkten nach und nach die Eigenheimeigentümer vom Wohnimmobilienmarkt. Ein weiterer Nebeneffekt der übermässigen Liquidität war die zunehmende Rolle von Finanzakteuren, insbesondere in den USA, die ein breites Spektrum von Einfamilienhäusern aufkauften und sie zu einem massgeschneiderten Portfolio entweder für den Aktienmarkt oder für einen institutionellen Anleger zusammenstellten.

▶ **D. Salzmann:** Wenn eine Bankfinanzierung erforderlich ist, macht es keinen wesentlichen Unterschied, ob der Kauf von einem Hauseigentümer oder einem Investor getätigt wird. Das zugrunde liegende Instrument bleibt eine Hypothek. Allerdings gibt es Nuancen bei den verschiedenen Anforderungen an die Beleihungsquote sowie bei den angewandten Bewertungsmethoden. Bei versierten Investoren kann auch auf eine Finanzierungsfazität zurückgegriffen werden, die sowohl eine Kreditbasis als auch Kreditlinien umfasst.

### Was sind die grössten Probleme, die Sie bei Daten über Immobilieninvestitionen beobachten?

▶ **L. Küng:** Die geringe Zahl der Transaktionen ist eindeutig das Hauptproblem. Dazu kommt, dass solche Daten in der Regel nur wenige Male pro Jahr erhoben werden, dass so gut wie jede Immobilie anders ist, dass sich ihre Eigenschaften im Laufe der Zeit ändern (entweder aufgrund von Renovationen oder mangelndem Unterhalt) und dass das Steuersystem von einem Ort zum anderen sehr unterschiedlich sein kann. Dadurch ergibt sich insgesamt nur ein sehr unscharfes Bild des Marktes. Die Datenerfassung hat sich in vielen Ländern, auch in der Schweiz, verbessert, aber es wird noch viele Jahre dauern, bis wir in ähnlicher Weise auf so qualitativ hochwertige Daten zugreifen können wie in den USA.

▶ **J. Schläpfer:** Es besteht kein Zweifel, dass die USA einen Datenvorteil haben. Da die Schweiz ein kleines Land ist, ist die absolute Zahl der Transaktionen bemerkenswert niedrig. Jedes Jahr finden nur einige hundert direkte Transaktionen von Ertragsimmobilien statt, was die Erstellung eines Preisindexes zu einer schwierigen,

wenn auch faszinierenden Aufgabe macht. Eine weitere Einschränkung besteht darin, dass sich die Datenerfassung in den letzten 20 Jahren zwar erheblich verbessert hat, der Immobilienmarkt in der Schweiz in diesem Zeitraum aber immer einen Aufwärtstrend verzeichnete. Es ist daher eine grosse Herausforderung, ein Modell für einen rückläufigen Markt zu kalibrieren oder Datenausreisser zu isolieren. Interessanterweise werden alternative Datenquellen, wie z. B. Online-Postings, immer wertvoller.

### Inwiefern unterscheidet sich der Schweizer Immobilienmarkt von dem in anderen Ländern?

▶ **L. Küng:** Die Wohneigentumsquote ist ganz klar die Kennzahl, die bei der Betrachtung der Schweiz heraussticht, denn sie ist eine der niedrigsten der OECD-Staaten (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung). Obwohl es viele Faktoren gibt, die diese geringe Quote erklären könnten, glaube ich, dass der hohe Mieterschutz und die Marktliquidität auf dem Mietmarkt sowie die Besteuerung des Eigenmietwerts für Wohneigentümer die wichtigsten Faktoren sind. Ausserdem sind die Finanzierungsvorschriften in der Schweiz sehr streng, was erklären könnte, warum die Preisänderungen in den letzten 20 Jahren moderater ausgefallen sind als in anderen Ländern.

▶ **C. Basten:** Aufgrund steuerlicher Anreize liegt die Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen in der Schweiz bei fast 230 % – einer der höchsten Werte in der OECD. Natürlich spiegelt diese Zahl die Bruttoverschuldung und nicht die Nettoverschuldung wider, und die Verschuldung der Haushalte kann auch andere Arten von Schulden als nur Hypotheken umfassen. Aber diese Zahl wäre noch wesentlich höher, wenn die Wohneigentumsquote nicht bei etwa 40 % liegen würde, wie es derzeit in der Schweiz der Fall ist, sondern näher am EU-Durchschnitt von 70 %. Aufgrund der begrenzten Datenverfügbarkeit wissen wir nicht, wie Schulden und Vermögen verteilt sind. Wir wissen daher nur begrenzt, ob und wie schnell Vermögen zur Verfügung stehen würde, wenn es z. B. nach einer Zinserhöhung zur Bedienung oder Rückzahlung von Hypothekenschulden benötigt wird.

▶ **R. Füß:** Der Schweizer Mietmarkt ist stark reguliert, was sich nicht nur in niedrigen Wohneigentumsquoten, sondern auch in einer erheblichen Heterogenität der Mietpreise niederschlägt. Es ist nicht ungewöhnlich, dass grosse Wohnungen, die seit Jahrzehnten an dieselbe Familie vermietet sind, deutlich weniger kosten als kleinere Wohnungen mit hoher Fluktuation. Die Besteuerung ist ein ebenso interessanter Unterschied. In der Schweiz wird ein selbst

genutztes Haus als Investition betrachtet, deren Unterhaltskosten steuerlich absetzbar sind. Für Eigentümer fällt jedoch ein Eigenmietwert an, der zu ihrem Einkommen hinzugerechnet wird. In Deutschland hingegen ist es genau umgekehrt: Die Instandhaltungskosten sind nicht steuerlich absetzbar und das Konzept des Eigenmietwertes existiert nicht. Im Laufe der Jahre haben diese Unterschiede zu sehr unterschiedlichen Märkten geführt.

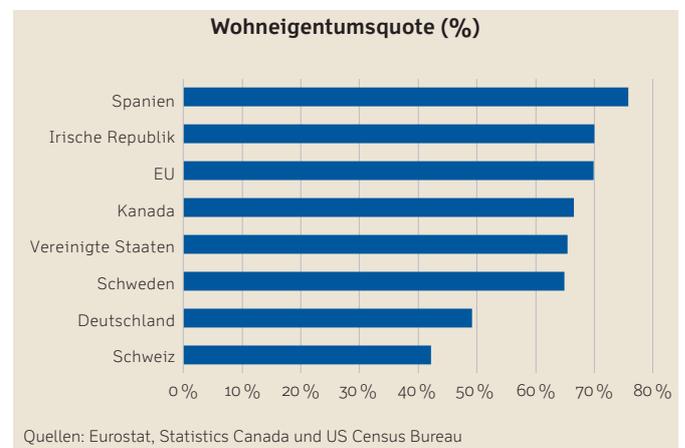
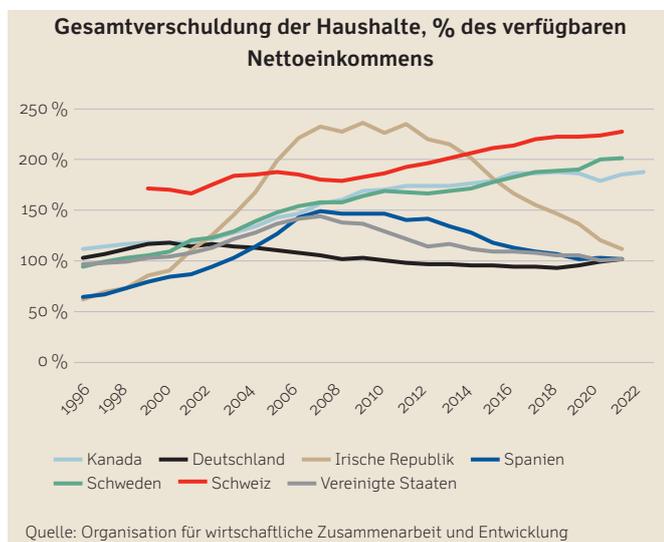
### Sind Immobilien aus makroökonomischer Sicht der wichtigste Motor für die Wirtschaftstätigkeit?

► **J. Schläpfer:** Ein von mir favorisiertes ökonomisches Modell zeigt, dass die Nachfrage nach dem Neubau von Immobilien durch einen Preisanstieg bei bestehenden Immobilien ausgelöst wird, der wiederum durch eine starke Konjunktur ausgelöst wird. Im Falle der Schweiz sind die Effekte aber träge, weil nur wenig als Bauland freigegebenes, aber unbebautes Land vorhanden ist und davon wiederum nur eine begrenzte Menge tatsächlich zum Kauf und zur Bebauung zur Verfügung steht.

► **P. S. Häftiger:** Man könnte auch fragen: Ist das Wirtschaftswachstum ein wichtiger Treiber für Immobilienpreise? Es ist erwiesen, dass Immobilienpreise sowohl für selbst genutzte Objekte als auch für Renditeobjekte eine gewisse Korrelation mit dem Wirtschaftswachstum aufweisen. In der Schweiz steigen die Preise für Wohnimmobilien seit mehr als zwei Jahrzehnten kontinuierlich

an, und das Hypothekenvolumen beläuft sich heute auf das 1,5-fache des Schweizer Bruttoinlandsproduktes (BIP). Der Immobiliensektor ist deshalb ein Schwerpunkt der Aufsichtstätigkeit der FINMA. Stresstests bei ausgewählten Banken zeigen, dass im Falle einer schweren Immobilienkrise mit erheblichen Verlusten in den Hypothekarportfolios der Banken zu rechnen ist. Aufgrund von Ansteckungseffekten würde eine solche Situation das gesamte Finanzsystem in enorme Bedrängnis bringen. Bei der FINMA haben wir kürzlich Algorithmen des maschinellen Lernens unter Verwendung eines hochdimensionalen Merkmalsraums angewandt und gezeigt, dass das BIP sowie die Realzinsen einen starken Einfluss auf den Immobilienmarkt für selbstgenutztes Wohneigentum haben. Es ist wahrscheinlich, dass auch das Privatvermögen eine wichtige Rolle spielt, aber aufgrund einer zu kurzen Zeitreihe ist es nicht möglich, eine statistisch fundierte Antwort auf diese Frage zu geben.

► **L. Küng:** Aufgrund der begrenzten Datenlage und der Tatsache, dass jeder Konjunkturzyklus einzigartig ist, ist es schwierig, eine schlüssige abschliessende Antwort zu geben. Aber die akademische Forschung zeigt, dass die Verschuldung von Hausbesitzern oft einer der wichtigen Hauptfaktoren ist. Wenn die Schweiz eine umsichtigeren Haltung einnehmen wollte, könnten die Regeln bezüglich Tilgung vielleicht so angepasst werden, dass die Korrelation zwischen der gesamtwirtschaftlichen Aktivität und dem Immobilienmarkt weiter verringert wird.





# Die jüngste Vergangenheit und das heutige Umfeld

## Nach der globalen Finanzkrise von 2008 haben die Zentralbanken weltweit ihre Zinssätze deutlich gesenkt. Wie wirkte sich diese Politik auf den Immobilienmarkt aus?

► **C. Basten:** Analysen verschiedener Länder seit 2008 zeigen, dass die historisch niedrigen Zinssätze ein Hauptfaktor für steigende Immobilienpreise sind. Nach dem Anstieg der Zinssätze seit Anfang 2022 wird erwartet, dass sich der Preisanstieg verlangsamt oder umkehrt. Aufgrund langfristiger Festzinshypothesen und des seltenen Handels mit Immobilien gibt es jedoch eine beträchtliche Zeitverzögerung, bevor sich Zinssatzänderungen auf Immobilienpreise auswirken.

► **L. Küng:** Einige Untersuchungen zeigen, dass wir seit etwa 100 Jahren sinkende Zinssätze erleben. Was jedoch in den letzten 15 Jahren neu war, sind Leitzinsen von oder sogar unter 0%. Die Zinssätze liegen im Allgemeinen immer noch unter der Inflationsrate, trotz der jüngsten Anhebungen der Leitzinsen. Meines Erachtens hat sich der Immobilienmarkt ebenso wie der Aktienmarkt nach der globalen Finanzkrise bemerkenswert schnell erholt, wenn man bedenkt, wie schwer diese Wirtschaftskrise war und wie lange es dauerte, bis sich der Arbeitsmarkt wieder normalisierte. Es wird daher interessant sein zu beobachten, wie sich der Finanzmarkt und die Realwirtschaft in den nächsten Jahren entwickeln werden.

► **P. S. Häfliger:** Das Hauptproblem besteht darin, dass die jüngste Negativzinsperiode in der Schweiz zu einer erhöhten Risikobereitschaft und zu weniger konservativen Kreditvergabestandards geführt hat, wodurch sich das Gesamtrisiko sowohl für Hausbesitzer als auch für den Finanzmarkt erhöht hat. Die historisch niedrigen Finanzierungskosten verstärkten die Nachfrage nach selbstgenutzten Immobilien sowie nach Ertragsimmobilien, da es keine alternativen Lösungen mit positiven Renditen gab. Dieser Nachfrageüberhang hat zu einem schnelleren Anstieg der Preise auf dem Schweizer Wohnimmobilienmarkt geführt.

► **D. Salzmann:** Es besteht kein Zweifel, dass geldpolitische Massnahmen wie die quantitative Lockerung einen massiven Anstieg der Immobilienpreise verursacht haben. Die Folgen dieser Entwicklung sind vielfältig. Die offensichtlichste ist, dass Mietwohnungen im Laufe der Jahre für private und institutionelle Anleger immer attraktivere Investitionslösungen geworden sind.

## Die Weltbevölkerung ist seit der Jahrhundertwende um mehr als 30 % – fast zwei Milliarden Menschen – gewachsen. Heute leben fast 60 % der Menschen in städtischen Gebieten, gegenüber 47 % im Jahr 2000. Was sind die offensichtlichsten Elemente dieser Veränderungen?

► **C. Basten:** Die Bevölkerungsentwicklung spielt für Immobilienpreistrends eindeutig eine Rolle. Da immer mehr Menschen in Städten leben wollen und das Angebot an Wohngebäuden begrenzt ist, werden die Immobilienpreise in städtischen Gebieten zwangsläufig steigen. Während ich sehe, dass der Trend zur Verstädterung anhält, könnte es in den kommenden Jahren auch gegenläufige Trends geben, wie z. B. die verstärkte Nutzung von Heimarbeitsplätzen oder möglicherweise die verstärkte Nutzung von selbstfahrenden Autos.

## Was wissen wir über die Auswirkungen der Pandemie auf den Immobilienmarkt?

► **L. Küng:** Die Pandemie hat den Wohnimmobilienmarkt deutlich verändert. Die Nachfrage nach grösseren Immobilien mit zusätzlichem Platz für ein Home-Office und einen Garten ist gestiegen. Aber die Menschen kehren in die Stadtzentren zurück, da die Annehmlichkeiten einer Stadt eine wichtige Rolle spielen. Betrachtet man neben den Immobilienpreisen und Mieten auch Bevölkerungsströme, so stellt man fest, dass Immobilien in Grosstädten weltweit nach wie vor sehr gefragt sind.

## Was waren die wichtigsten Regulierungsmassnahmen, die den Immobilienmarkt in den letzten Jahrzehnten beeinflusst haben?

► **R. Füss:** Der "Stop Wall Street Landlords Act" aus dem Jahr 2022 ist ein interessanter Fall, in dem Regulierungsbehörden versuchten, die Präsenz institutioneller Investoren auf dem Markt für Einfamilienhäuser zu begrenzen. US-Daten zeigen, dass sich Eigennutzer, private Investoren, kurzfristige institutionelle Investoren und langfristige institutionelle Investoren in demselben Wohnimmobilienmarktsegment je nach ihrem Risikoprofil sehr unterschiedlich verhalten. Weitere Ergebnisse zeigen, dass kurzfristige institutionelle Investoren bessere Renditen als die anderen Investoren erzielen, indem sie von notleidenden Immobilien und einem weltweiten Hausemarkt profitieren. Dabei haben sie jedoch die Eigenheim-eigentümer verdrängt. Dadurch wird ein solches Gesetz sinnvoll, weil es sicherstellt, dass Wohneigentum für eine breite Öffentlichkeit erschwinglich bleibt.

► **P. S. Häftiger:** Die zentralen internationalen Kreditvorschriften sind in die Basler Vorschriften integriert, denen jedes Land sein eigenes "Finish" hinzufügt. Es hat viele Änderungen von Basel I zu Basel II gegeben, und wir stehen jetzt kurz vor der Umsetzung von Basel III. In der Schweiz haben wir auch Selbstregulierung, die von der FINMA als Mindeststandards anerkannt und durchgesetzt werden. Im Hypothekemarkt gibt es zwei solcher Selbstregulierungen: eine, die die Mindeststandards bei der Vergabe von Hypotheken abdeckt (z.B. Beleihungsquoten und Tilgungsanforderungen), und eine andere, die strukturelle Anforderungen abdeckt (z.B. Tragbarkeitsquoten) und das gesamte Kreditportfolio überwacht, einschliesslich der "Ausnahmen von Richtlinien" sowie der Bewertungsregeln. Im Jahr 2013 hatte die Selbstregulierungsentscheidung, für die Finanzierung von Immobilien ausdrücklich eine zehn prozentige „echte“ Eigenkapital-Anzahlung zu verlangen, eine dämpfende Wirkung auf das Wachstum der Wohnimmobilienpreise. Im Jahr 2020 wurden die Richtlinien dahingehend verschärft, dass die Beleihungsquote für Wohnimmobilien, die der Erzielung von Einkommen dienen, auf 75% begrenzt und strengere Tilgungsanforderungen eingeführt wurden. Insgesamt haben diese Restriktionen die Zahl potenzieller Käufer und Investoren mit nur begrenztem Kapital erheblich reduziert. Ich möchte betonen, dass das Ziel dieser Massnahmen nicht darin bestand, die Dynamik des Immobilienmarktes zu kontrollieren, sondern darin, die Anfälligkeit des Finanzsystems zu verringern, indem mögliche Verluste aufgrund zu grosszügiger Vorschriften bei Beleihungsquoten begrenzt werden.

► **D. Salzmann:** Was die Finanzierungsmöglichkeiten und -anforderungen betrifft, so bringt jedes Jahrzehnt seine eigenen Beschränkungen mit sich. Zusätzlich zu den oben beschriebenen Selbstregulierungsmassnahmen hat der Bundesrat die Möglichkeit, auf der Grundlage der Empfehlungen der Schweizerischen Nationalbank antizyklische Kapitalpuffer zu aktivieren. Dieses Instrument wurde erstmals 2013 für den Wohnimmobiliensektor aktiviert und verlangt von Banken, bei der Finanzierung von Wohnimmobilien mehr Eigenkapital zu halten. Es befindet sich derzeit auf dem höchsten gesetzlich möglichen Niveau.

► **J. Schläpfer:** Die Aktualisierung des "Bundesgesetzes über die Raumplanung" von 2014 sehe ich als den einschneidendsten regulatorischen Schritt der letzten zehn Jahre in der Schweiz an, da sie das Bauen in neuen Bauzonen stark einschränkt. Das ohnehin schon knappe Baulandangebot wird noch knapper werden.

► **C. Basten:** Das Raumplanungsgesetz wird in der Tat in der Debatte über die Rolle und den Wert von Regulierungsmassnahmen oft unterschätzt. Natürlich machen Raumplanungsgesetze Sinn. Sie stellen sicher, dass Bauten für einen wahren Zweck und nicht zur Spekulation errichtet werden. Aber wenn sie zu restriktiv gehandhabt werden, können solche Gesetze die Nachverdichtung bereits überbauten Raumes behindern, auch wenn diese viel effizienter und – vielleicht nicht intuitiv – ökologisch sinnvoller sein könnte als Anlagen, die den Pendlerverkehr erhöhen. In Bezug auf antizyklische Kapitalpuffer möchte ich die Tatsache hervorheben, dass die Schweiz weltweit das erste Land war, das ein solches Instrument einsetzte. Meine Forschungen haben ergeben, dass dieser Schritt das systemische Risiko auf dem Hypothekemarkt reduziert hat, aber keine signifikanten Auswirkungen auf die Immobilienpreise hatte.

### Das derzeitige inflationäre Umfeld hat eine Welle von Massnahmen zur geldpolitischen Straffung durch Zentralbanken ausgelöst. Wie hat der Immobilienmarkt darauf reagiert?

► **L. Küng:** Während die Zinserhöhungen je nach Region den Anstieg der Immobilienpreise verlangsamt oder die Preise nach unten gedrückt haben, müssen wir berücksichtigen, dass die Zinssätze, insbesondere die realen, immer noch niedrig sind. Die Anleger müssen sich auch überlegen, welche Alternativen sie in dem heutigen inflationären Umfeld haben.

► **J. Schläpfer:** Der Anstieg der Zinssätze hat das Verhalten der Investoren deutlich verändert. Jahrelang sorgte ein Nachfrageüberhang für steigende Preise und eine hohe Anzahl von Immobilientransaktionen. Heute ist auf dem Schweizer Markt nicht mehr viel los. Die Strategie vieler Investoren in der Schweiz ist, abzuwarten und zu beobachten. Insgesamt hielten sich die Preisreaktionen in Grenzen, was möglicherweise auf den Inflationsschutz zurückzuführen ist, den Immobilien bieten.

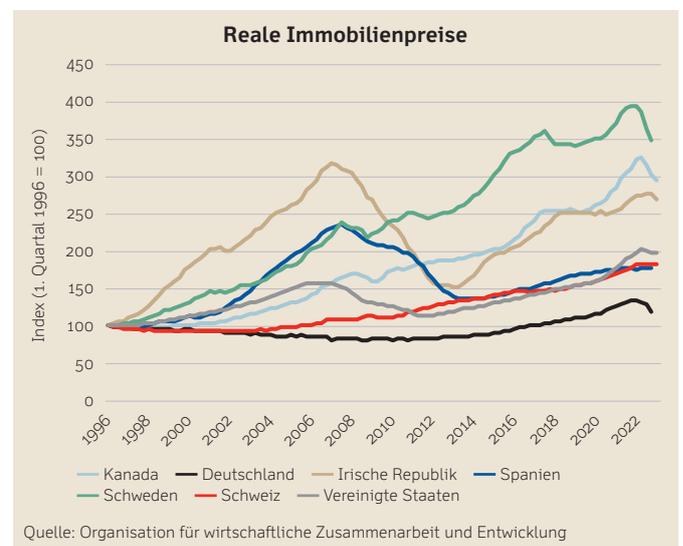
### Kann man sagen, dass die Immobilienpreisblase (endlich) am Platzen ist?

► **J. Schläpfer:** In einigen Ländern wie Kanada, Deutschland und Schweden finden eindeutig Korrekturen statt. In der Schweiz reche ich nicht mit einem Platzen, einfach weil sowohl Investoren als auch Hausbesitzer Immobilien zur Nutzung gekauft haben – sei es durch Vermietung oder Eigennutzung der Immobilie – und nicht zum schnellen Wiederverkauf. Eine solche Herangehensweise schränkt die Spekulation eindeutig ein.

► **D. Salzmann:** Die Antwort hängt davon ab, auf welchen "Markt" wir uns konzentrieren, da es eigentlich keinen einzelnen Immobilienmarkt gibt, sondern nur eine Konstellation von Teilmärkten. Wenn ein Teilmarkt einbricht, kann sich das natürlich auch auf andere Teilmärkte auswirken. In der Schweiz sind die wirtschaftlichen Aussichten nach wie vor gut, so dass ich keine dramatischen Verschiebungen erwarte.

► **P. S. Häftiger:** Der Schweizer Markt für Ertragsimmobilien war in letzter Zeit von Ungleichgewichten geprägt. Diese Ungleichgewichte zwischen steigenden Leerständen und sinkenden Angebotsmieten gegenüber steigenden Preisen wurden durch die Negativzinsen ausgelöst, da die Investoren händeringend nach Anlagelösungen suchten. Mit dem Anstieg der Zinssätze haben sich diese Ungleichgewichte verringert. Dies bedeutet nicht, dass sich eine Blase gebildet hat – und noch weniger, dass sie geplatzt ist. Aber es ist klar, dass sich die Immobilienpreise in der Schweiz auf einem sehr hohen Niveau befinden und dass die Anfälligkeit des Schweizer Hypothekenmarktes zugenommen hat. Mögliche Marktkorrekturen könnten durch weitere Zinserhöhungen ausgelöst werden. Der Immobiliensektor wird deshalb weiterhin im Fokus der Aufsichtstätigkeit der FINMA stehen.

► **R. Füss:** Im internationalen Vergleich waren die Preissteigerungen bei Schweizer Immobilien in den letzten 15+ Jahren relativ moderat. Daher glaube ich nicht, dass es auf dem Schweizer Immobilienmarkt eine Blase gibt. Wenn es keine dramatischen Veränderungen bei Zinssätzen, der Bevölkerungsentwicklung oder anderen Fundamentaldaten gibt, werden wir auch keinen signifikanten Rückgang der Immobilienpreise erleben. Was jedoch eine Marktverschiebung auslösen könnte, ist eine Änderung des Steuersystems, wie sie derzeit im Parlament diskutiert wird. Diskutiert wird nicht nur die Streichung der Abzugsfähigkeit von Hypothekarzinsen und Unterhaltskosten, sondern auch die Besteuerung des Eigenmietwertes.





# Einige Prognosen zum globalen Immobilienmarkt

## Wer ist am stärksten von der Erhöhung der Hypothekenzinsen betroffen?

▶ **L. Küng:** Die Antwort auf diese Frage hängt davon ab, wie hartnäckig die Inflation weiterhin ist und wie Zentralbanken die Situation einschätzen. Wenn die Inflation nur vorübergehend ist, was derzeit der Fall zu sein scheint, dann sollten sich die Hypothekenzinsen stabilisieren. Aber die Markterwartungen sowie die Entscheidungen ausländischer Zentralbanken wie der Fed und der Europäischen Zentralbank könnten uns einige Überraschungen bescheren.

▶ **D. Salzmann:** Diese Frage hat mehrere Facetten. Neue Käufer werden eindeutig am meisten von den neuen Zinssätzen betroffen sein. Aber auch bestehende Eigentümer werden betroffen sein, wenn ihre Festzinshypotheken auslaufen und sie eine Refinanzierung vornehmen müssen. Schliesslich könnten auch private Investoren mit Mietobjekten betroffen sein, je nachdem, ob sie die Mieten an die Inflation und die Zinssätze anpassen können.

## Aufgrund des Anstiegs der Zinssätze entscheiden sich immer mehr Hauseigentümer für Hypotheken mit kurzen Laufzeiten. Was sind die Risiken dabei?

▶ **L. Küng:** Die Aufnahme einer Hypothek mit kurzer Laufzeit erhöht das Refinanzierungsrisiko, und in der Finanzwelt gibt es Vergünstigungen nie umsonst. Da Hauseigentümer sehr heterogen sind, möchte ich keine allgemeinen Ratschläge geben. Aber Eigentümer müssen wirklich verstehen, worauf sie sich einlassen, wenn sie ihre Hypothek von einem langfristigen Festvertrag auf einen kurzfristigen variablen Vertrag umstellen. Es kann sein, dass einige Hausbesitzer früher oder später auf ihre Ersparnisse zurückgreifen müssen, um einen Teil ihrer Hypothek zu tilgen.

▶ **P. S. Häftiger:** Die Flucht in die kurzfristigen Zinsen ist auf dem Schweizer Hypothekarmarkt deutlich zu sehen. Dies führt zu einer riskanten Situation sowohl für Hauseigentümer als auch für Investoren, da die kurzfristigen Zinssätze (wie der SARON; Swiss Average Rate Overnight) am stärksten schwanken. Diese Verschiebung hat auch Auswirkungen auf aggregierter Ebene. Die Zinsrisikoexposition erhöht die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls und damit die von potenziellen Verlusten, was letztlich die Anfälligkeit des Finanzsystems insgesamt erhöht. Die heutige Situation unterscheidet sich jedoch von denjenigen, die wir in der Vergangenheit, z. B. in den 1990er Jahren, erlebt haben. Das heutige Hypothekarkreditengagement besteht nicht ausschliesslich aus

kurzfristigen variablen Verträgen, sondern auch aus langfristigen festen Verträgen. Ein weiterer wesentlicher Unterschied zu den 1990er Jahren ist die Senkung der Beleihungsquoten, was die potenziellen Verluste verringert und einen erheblichen Fortschritt im Risikomanagement darstellt.

▶ **J. Schlöpfer:** Ein Zinsanstieg von 1% auf 3%, wie er kürzlich in der Schweiz für eine zehnjährige Hypothek zu beobachten war, bedeutet relativ gesehen einen massiven Anstieg, und wir sehen, dass viele Menschen nicht bereit sind, diese Veränderung zu akzeptieren und lieber ein zusätzliches Risiko eingehen, um ihre unmittelbaren Kosten zu begrenzen.

▶ **D. Salzmann:** Die Wette auf kurzfristige Zinssätze erhöht zwar das Gesamtrisiko von Hauseigentümern mit knappem Budget. Aber die Tatsache, dass wir in der Schweiz einen theoretischen Zinssatz von 5% verwenden, wenn wir die Tragbarkeit schätzen, bietet Spielraum für weitere Zinserhöhungen. Im Laufe der Zeit werden einige Hauseigentümer ihre Budgets überdenken müssen.

▶ **R. Füss:** Eine Wirtschaftsweisheit besagt, dass es sinnvoll ist, auf flexible Zinssätze zu setzen, wenn man davon ausgeht, dass die Zinsen sinken werden. Aber die Zinsen werden eindeutig nicht so bald sinken. Trotz aller erwähnten Vorbehalte verfügen viele Hauseigentümer derzeit über beträchtliche Ersparnisse, was darauf hindeutet, dass es noch einige Jahre dauern kann, bis wir die vollen Auswirkungen des heutigen Zinsanstiegs zu spüren bekommen.

## Die Verschuldung der privaten Haushalte ist mit dem Rückgang der Zinssätze gestiegen, aber der Schuldenabbau bei Wohnimmobilien ist ein langsamer und schmerzhafter Prozess. Was ist heute die beste Vorgehensweise für Hauseigentümer?

▶ **C. Basten:** Das ist eine schwere Frage. Einerseits wäre es sinnvoll, im heutigen Umfeld steigender Zinsen Aktien und Anleihen zu verkaufen und Hypothekenschulden zu tilgen. Andererseits könnte es, da Hypotheken nominal ausgegeben werden, sinnvoller sein, die Inflation wirken zu lassen und die Schulden später zurückzuzahlen. Für Banken könnte es sogar sinnvoll sein, die Vorfälligkeitsentschädigungen zu reduzieren und von der resultierenden Verringerung ihres Gesamtengagements auf dem Immobilienmarkt zu profitieren, indem sie ihr Kapital zu höheren Zinsen wieder anlegen.

► **D. Salzmann:** Hauseigentümer müssen selbst rechnen und die Lösung wählen, die am besten zu ihrer finanziellen Leistungsfähigkeit und Risikobereitschaft passt. Persönliche Budget- und Finanzplanung zahlen sich aus, aber nur, wenn man diszipliniert ist. Schliesslich bedeuten eine höhere Sparquote und Schuldentilgung eine Verringerung der Ausgaben für andere Dinge wie Lebensmittel, Urlaub oder Autos.

**Werden wir eine Wiederholung von 2008 erleben?**

► **D. Salzmann:** Höchstwahrscheinlich nicht. Das Risikomanagement in Banken hat sich seit 2008 mit der Einführung der Basler Regelwerke deutlich verbessert, was zum Beispiel zu einer Erhöhung

der Eigenkapitalquoten geführt hat und auch die Möglichkeit bietet, die Anforderungen an antizyklische Kapitalpuffer zu überprüfen und zu aktualisieren.

► **R. Füss:** Ich erwarte keine dramatischen Veränderungen auf internationaler Ebene, aber Regionalbanken in ländlichen Gebieten mit unvorteilhaften demografischen Entwicklungen sollten vorsichtig bleiben.

► **L. Küng:** Hauseigentümer verfügen heute über deutlich mehr Ersparnisse als 2008, was uns alle ruhiger schlafen lassen sollte. Aber ich würde trotzdem vorsichtig bleiben.



# Einige weitere Prognosen für den Schweizer Immobilienmarkt

## Jüngste Untersuchungen legen nahe, dass in der Schweiz das Mieten attraktiver geworden ist als Wohneigentum. Warum ist das so und wird die Situation so bleiben?

► **C. Basten:** Die Frage, ob Mieten oder Eigentum "billiger" ist, ändert sich natürlich im Laufe der Zeit, da jede Diskrepanz zwischen diesen beiden Modellen Anreize für ein Verhalten schafft, das sie wieder ins Gleichgewicht bringt. Wenn jemand darüber nachdenkt, ob er kaufen oder mieten soll, würde ich ihn darauf hinweisen, dass er beim Hauskauf nicht nur die fälligen Zinsen in die Kalkulation einbeziehen sollte, wie ich es in einigen Medien gesehen habe, sondern auch die Opportunitätskosten des Kapitals. Eigentum ist ebenfalls anfälliger für Veränderungen der Hauspreise und Hypothekenzinsen und erhöht die Kosten und Komplikationen eines Umzugs.

► **J. Schläpfer:** Wir alle wissen, dass es sehr schwierig ist, Vorhersagen über Mieten und Bewertungen in zehn Jahren zu machen. Wir sollten uns vor Augen halten, dass der Kauf von Immobilien mit vielen Risiken und Zwängen verbunden ist, die sich im Laufe der Zeit auszahlen sollten.

## Viele Schweizer institutionelle Anleger haben feste Quoten für verschiedene Anlageklassen in ihren Portfolios. Mit dem jüngsten Rückgang der Aktien- und Obligationenpreise hat sich der Immobilienanteil in ihren Portfolios mechanisch nach oben verschoben. Was bedeutet diese Veränderung für den Immobilienmarkt? Ist dies eine Chance für Privatpersonen, die Immobilien kaufen wollen?

► **J. Schläpfer:** Im Allgemeinen hat sich der Markt verlangsamt, da einige institutionelle Anleger ihre Quote erreicht oder überschritten haben. Anekdotisch habe ich einige Verkäufe beobachtet, die aufgrund solcher Quotenüberschreitungen stattfanden. Aber ich sehe nicht, dass solche Verkäufe Auswirkungen auf Privatpersonen haben.

► **P. S. Häfliger:** Einige Anleger könnten in der Tat durch solche Quotenüberschreitungen gezwungen gewesen sein, Anteile an Immobilienfonds unter volatilen Marktbedingungen zu verkaufen, was die jüngste negative Performance von Immobilienfonds erklären könnte. Andere haben vielleicht einfach nur Immobilien verkauft, um ihre Portfolios zu bereinigen und neu auszutariieren. Obwohl in den Medien von solchen Transaktionen die Rede ist, zeigen die statistischen Indizes, dass die Preise für solche Immobilien stabil

sind. Dies deutet darauf hin, dass Notverkäufe entweder noch nicht stattfinden oder sich noch nicht auf den Markt auswirken. Es sei darauf hingewiesen, dass derartige Transaktionen hauptsächlich Mehrfamilienhäuser und Gewerbeimmobilien betreffen und daher für Privatpersonen, die eine Immobilie zur Eigennutzung suchen, nicht von vorrangigem Interesse sind.

## Wie werden sich die zunehmend restriktiven Energievorschriften auf den Immobilienmarkt auswirken?

► **D. Salzmann:** Die Frage der Energieeffizienz hat den Immobilienmarkt segmentiert. Auf der einen Seite werden private Eigentümer grösstenteils nicht unter Druck gesetzt, drastische Massnahmen zu ergreifen. In der Regel orientieren sie sich an den minimalen gesetzlichen Anforderungen, was letztlich nach hinten losgehen und zu einem erheblichen Bewertungsabschlag ihrer Immobilien in der Zukunft führen könnte. Auf der anderen Seite müssen immer mehr institutionelle Anleger solche Kennzahlen ausweisen. Dies veranlasst sie dazu, systematisch in effiziente, ihren CO<sub>2</sub> Fussabdruck verringernde Lösungen zu investieren.

► **R. Füss:** Energieeffizienz ist ein zunehmend wichtiges Thema und wird sich auf den Mietmarkt auswirken, von den Mieten bis zu dem Kapitalisierungszinssatz. Ich kann mir einen Markt vorstellen, auf dem bestimmte Immobilien aufgrund der immensen Kosten für ihre energetische Sanierung gestrandet sind. Institutionelle Anleger (und Aufsichtsbehörden) sollten zunehmend kritisch beurteilen, was ihre Immobilienportfolios enthalten. Meine grösste Sorge ist, dass der Schwerpunkt derzeit auf der Effizienz von Neubauten liegt. Meiner Meinung nach sollte der Schwerpunkt auf bestehenden Gebäuden liegen und darauf, geeignete Anreize für deren energetische Verbesserung zu finden. Denn sie machen den Grossteil des Immobilienmarktes und der CO<sub>2</sub> Emissionen aus.

► **J. Schläpfer:** Es ist interessant die Veränderungen zu betrachten, wie der Markt die Energieeffizienz im Laufe der Jahrzehnte bewertet hat. Vor etwa zwanzig Jahren gab es für Gebäude mit einem Nachhaltigkeitslabel, wie z.B. Minergie, einen deutlichen Aufschlag, der sie zu Ausreissern in der Statistik machte. In den kommenden Jahren werden nachhaltige Häuser zur Norm werden und daher keine Preisaufschläge mehr verzeichnen, während ineffiziente Gebäude mit einem Abschlag versehen werden.

**Der Beleihungsquote für Schweizer Hauseigentümer liegt in der Regel zwischen 80 % und 65 %, während er in vielen anderen Ländern, z. B. in den USA, zwischen 100 % und 0 % liegt. Wie erklärt sich dieser Unterschied? Was sind die Vor- und Nachteile der verschiedenen Systeme?**

▶ **C. Basten:** Ein länderübergreifender Vergleich von Beleihungsquoten kann manchmal irreführend sein, wenn in verschiedenen Ländern z. B. Marktwerte unterschiedlich häufig aktualisiert werden. Eine restriktive Obergrenze für die Beleihungsquote wie in der Schweiz hat im Allgemeinen viele Vorteile: Selbst wenn der Markt einbricht, haben Hauseigentümer immer noch kein negatives Eigenkapital. Ein weiteres Element, das für das Schweizer System spricht, ist die Tatsache, dass die Banken vollen Rückgriff auf das Gesamtvermögen der Kreditnehmer haben, wodurch strategische Ausfälle, wie sie in den USA während der Subprime-Krise zu beobachten waren, vermieden werden. Eine Einschränkung des schweizerischen Systems ist jedoch die steuerliche Absetzbarkeit von Zinszahlungen, weil diese den Menschen den Eindruck vermittelt, dass es gut ist, Schulden zu haben, ohne die damit verbundenen Risiken zu berücksichtigen.

▶ **J. Schlöpfer:** Sowohl das Schweizer als auch das US-Modell haben ihre Vor- und Nachteile. Obwohl es schwierig wäre, die Bedingungen zur Hypothekengabe zu ändern, habe ich einen Kritikpunkt am Schweizer System. Es berücksichtigt in der Regel nicht, dass sich das Einkommen einer Person im Laufe ihres Lebens ändert. Für einen jungen Mensch in seinen 20ern besteht die Möglichkeit, dass sein Einkommen im Laufe der Jahre steigt. Das ist bei einem Menschen in seinen späten 50ern in der Regel nicht mehr der Fall.

**Sind Schweizer Banken für eine signifikante Marktkorrektur gewappnet, wie wir sie derzeit in Kanada, Deutschland und Schweden mit etwa 15 % beobachten?**

▶ **C. Basten:** In Anbetracht der aufsichtsrechtlichen Obergrenzen für Beleihungsquoten und das Verhältnis von Immobilienschulden zu Einkommen sowie der Anreize, die der volle Rückgriff schafft, dürfte eine Korrektur von 15 % für die meisten Banken verkraftbar sein. Die Geschichte zeigt, dass Märkte durchaus stärker korrigieren können, aber wenn das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung so gut bleiben wie bisher seit Beginn der Leitzinserhöhungen, dann scheint das Risiko einer grösseren Korrektur begrenzt.



► **R. Füss:** Die Selbstregulierungsmassnahmen, die wir in der Schweiz anwenden, sind sowohl in Bezug auf die Anzahlung als auch auf die Tragbarkeit sehr konservativ, so dass die Banken aus meiner Sicht in der Lage sein werden, eine solche Verschiebung, sollte sie eintreten, zu bewältigen. Einige Käufer, die erst vor kurzem ein Haus gekauft haben, müssen möglicherweise einen Teil ihrer Schulden beschleunigt zurückzahlen, indem sie vorzeitig einen (weiteren) Teil ihrer Guthaben aus der 2. Säule beziehen. Natürlich hätte ein solcher Schritt langfristige, über das Rentenalter hinausreichende Folgen.

► **D. Salzmann:** Die verschiedenen Kennziffern und Messgrössen, die wir bei Bankfinanzierungen in der Schweiz verwenden, sind sehr konservativ. Die Verwendung eines theoretischen Zinssatzes von 5% für die Tragbarkeitsprüfung ist ein gutes Beispiel. Ein anderes Beispiel: Bei der Luzerner Kantonalbank liegt das durchschnittliche Verhältnis von Hypothekenschulden zur Immobilienbewertung durch die Bank, welches deutlich konservativer ist als die Beleihungsquote bzw. das Verhältnis von Hypothekenschulden zu Immobilienmarktwert, bei etwas über 50%. Dies deutet darauf hin, dass reichlich Spielraum für eine Marktkorrektur vorhanden ist. Die erhöhten Anforderungen für eine schnellere Tilgung eines Teiles der Hypothek haben eindeutig zur Stärkung des Schweizer Bankensektors beigetragen. Wir dürfen auch nicht vergessen, dass private Eigentümer nicht wie Unternehmen zu einer Bilanzsanierung gezwungen sind und daher, solange sie ihre Finanzierungskosten bezahlen können, die Zeit haben, sich zu erholen.

### Haben sie zum Abschluss ein paar mahnende Worte zum Schweizer Immobilienmarkt?

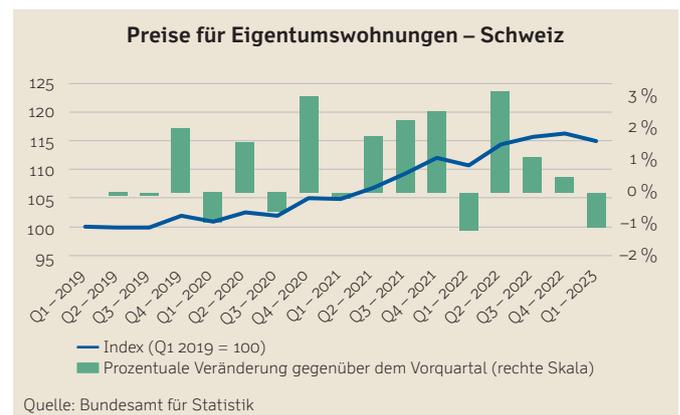
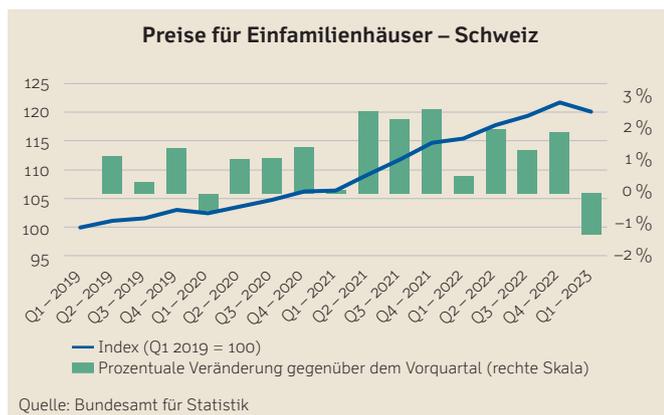
► **P. S. Häftiger:** Hauseigentümer und private Investoren müssen eine langfristige Perspektive einnehmen und einkalkulieren,

dass die Zinsen in den nächsten Jahren weiter steigen könnten. In langanhaltenden Niedrigzinsphasen neigen Marktteilnehmer, egal ob Hauskäufer oder Banker, dazu, zu vergessen, dass es auch mal hohe Zinsen geben könnte. Wenn wir sehen, wie sich die Zinssätze derzeit entwickeln, scheinen sich der theoretische Zinssatz, der zur Berechnung der Tragbarkeitsquoten herangezogen wird, und die Marktrealität wieder anzunähern. Hauseigentümer müssen sich auch darüber im Klaren sein, dass sich ihr Einkommen im Rentenalter höchstwahrscheinlich verringern wird und dass es dann schwieriger sein könnte, ihre Hypothek zu bedienen.

► **C. Basten:** Eine Investition in Immobilien hat viele Vorteile. Der Erwerb von Wohneigentum ist nicht nur eine materielle Investition, sondern auch ein Konsumgut, weil man die Immobilie selber nutzt. Aber sie birgt auch ein hohes Konzentrationsrisiko, das oft übersehen wird.

► **R. Füss:** Die Entwicklung der Zinssätze in den nächsten Monaten wird von entscheidender Bedeutung sein, da der Einfluss der Geldpolitik auf die Hypothekenzinsen nicht linear verlaufen kann. Ich persönlich rechne nicht mit einem dramatischen Szenario, aber solche Vorhersagen sind schwierig, da die Entwicklung der Inflation und der Geldpolitik nach wie vor schwer einzuschätzen ist.

► **D. Salzmann:** Der Kauf einer Immobilie ist nicht nur eine finanzielle Investition, sondern auch eine, die mit Verantwortung verbunden ist. Hauseigentümer müssen wissen, worauf sie sich einlassen. Wer ein Haus kaufen will, muss sein Budget einhalten und wissen, wie risikobereit er ist, denn nur dann kann er seine Hypothek in Bezug auf Höhe und Laufzeit bewusst gestalten.



## Swiss Finance Institute

Mit Unterstützung seiner Gründer – der Schweizer Bankenbranche, der Schweizerischen Eidgenossenschaft sowie führender Schweizer Universitäten – fördert das Swiss Finance Institute (SFI) aktiv Forschung und Lehre auf Weltniveau im Bereich Banking und Finance in der Schweiz. Durch die Verbindung von akademischer Exzellenz mit Praxiserfahrung trägt das SFI zur Stärkung des Schweizer Finanzplatzes bei.

## Herausgeber und Kontakt

Dr. Cyril Pasche  
Director Knowledge Exchange and Education  
+41 22 379 88 25  
cyril.pasche@sfi.ch

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

