

# Muss man sich Sorgen machen?



Die schweizerische Finanzmarktaufsicht FINMA macht sich Sorgen um die Entwicklung am Immobilienmarkt. Sie stellt fest, dass sich der steil nach oben gerichtete Preistrend bei Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen von der Einkommensentwicklung abgekoppelt habe. Eine beileibe nicht neue und keine sehr schwierige Feststellung, kann ich dazu nur bemerken, denn dieser Trend ist nun bereits 20 Jahre alt. Der wurde zwar wiederholt moniert, nicht nur die FINMA auch die schweizerische Nationalbank ist ständig bemüht, ihrer Sorge um die Immobilienblase Ausdruck zu verleihen, aber das ist natürlich insofern paradox, als gerade die Notenbank mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik und ihrem Kampf mit Negativzinsen und Devisenmarktinterventionen gegen die Frankenaufwertung letztlich diesen Preisboom entfacht hat. Ursache und Wirkung liegen hier klar auf der Hand. Wer den Diskontierungsfaktor bis ins Unermessliche senkt, muss sich nicht wundern, wenn die Preise nach oben schießen. Davon unbeirrt wird gemahnt, auch wenn diese Warnungen am Markt verpuffen. Genauso wie der antizyklische Kapitalpuffer wenig nutzen wird, mit dem die FINMA nun liebäugelt. Sie hatte ihn schon einmal aktiviert, mit äusserst mässigem, nicht zu sagen gar keinem Erfolg. Die fundamentalen Daten des Marktes sprechen nun mal für die Alternativlosigkeit von Wohneigentum.

Es steht ausser Diskussion, dass sich die Immobilienpreise längst von der realwirtschaftlichen Entwicklung abgekoppelt haben, aber weder die FINMA noch die SNB haben es bisher geschafft, den Trend zu stoppen. Wie auch, wenn ein völlig ausgetrocknetes Angebot auf eine noch immer sehr rege Nachfrage trifft, es aber gleichzeitig selbst beim heute schon abgehobenen Niveau der Eigenheimpreise ökonomisch rational ist, von einer Miet- in eine Eigentumswohnung umzuziehen, weil dies einfach günstiger ist? Der Markt für Eigenheime funktioniert also völlig normal, auch wenn die Preise astronomische Höhen erklommen haben. Denn er vollzieht nur das Gesetz des Marktes, wonach die Preise bei starker Nachfrage und knappem Angebot steigen müssen. Wenn sich die obersten Finanzaufsichtsbehörden wegen etwas Sorgen machen müssten, dann ist dies weniger die ominöse Blase, vor deren Platzen sie sich so fürchten, sondern um die unliebsamen Nebenwirkungen, welche sie mit ihrer Politik verursachen.

Zum einen hat die Tiefzinspolitik einen massiven Umverteilungsprozess entfacht, in dem sie die Reichen reicher macht, zum Beispiel an der Börse. Zum anderen führt sie dazu, dass es nur noch einem schwindend kleinen Teil der Bevölkerung überhaupt möglich ist, ein Eigentumsobjekt zu erwerben. Die Gelackmeierten sind die einkommensschwächeren Haushalte, die Kleinsparer und Mieter. Ihnen verbaut die Regulierung den Weg zum Eigentum oder zwingt sie zu riskanteren Anlagen, weil das Ersparte nicht mehr abwirft. Was vom Regulator auch gern verschwiegen wird: Der Mietwohnungsmarkt funktioniert nicht so, wie es auf dem Reissbrett einmal vorgesehen war. In den andert-halb Dekaden, in denen die Zinsen laufend gesunken sind, sind die Bestandsmieten praktisch konstant geblieben. Dies obwohl in der Missbrauchsgesetzgebung im Mietrecht eigentlich vorgesehen ist, dass Eigentümer oder Vermieter die Bestandsmieten bei sinkenden Zinsen nach unten anpassen wollten. Das ist aber nun mal keine Bringschuld, sondern eine Holschuld. Ein rational agierender Vermieter wird sich hüten, dies freiwillig zu tun. Dass Mieter von ihrem Recht auf sinkende Mieten in den letzten Jahren nur zaghaft nachgingen und nur selten, wenn auch jetzt ein bisschen mehr, eine Mietzinsreduktion einforderten, wäre eine vertiefte Untersuchung wert. Über diesen Trend sollte sich der Regulator besser sorgen. Die relative Vergünstigung von Eigentums- gegenüber Mietverhältnissen ist eine direkte Konsequenz einer Geldpolitik, die uns immer wieder vorgaukelt, die Zinsen dürften nicht steigen, weil sonst der Franken zu stark werden würde. Wäre dies so, hätte der Franken ja auch deutlich an Wert verlieren müssen, als die Zinsen so rabiat runtergefahren wurden. Ich erachte es als kein schlechtes Zeichen, dass die SNB trotz der jüngsten Aufwertung des Frankens offenbar nicht sonderlich am Devisenmarkt aktiv ist. Sollte sie tatsächlich endlich zum Schluss gekommen sein, dass der Kampf gegen eine starke Währung ein Kampf gegen Windmühlen ist? Es wäre an der Zeit. Es gibt schliesslich wichtigere Gründe für die Frankenstärke als die Zinsdifferenz zu Euro oder Dollar. Drei sind hier zu nennen. Erstens erwirtschaften wir im Handel mit dem Ausland massive Ertragsbilanzüberschüsse, was die Währung stärkt. Zweitens investieren wir seit der Finanzkrise diese Überschüsse nicht mehr im selben Ausmass wie früher im Ausland. Auch dies macht die Währung stark. Drittens spricht die Inflationsdifferenz zum Ausland gemäss Kaufkraftparitätentheorie für den Schweizer Franken. Diese Stellschrauben lassen sich weder mit Devisenmarktinterventionen noch mit Strafzinsen zu-drehen. Der harte Schweizer Franken ist sozusagen das Opfer, das wir für die hohe Wettbewerbsfähigkeit unserer Wirtschaft bringen müssen.

# Muss man sich Sorgen machen?

Doch zurück zur berühmten Blase, die ich überhaupt nicht negieren möchte. Ich behaupte aber nicht erst seit gestern, dass sie nicht platzen wird. Oder drücken wir es anders aus. Wenn die FINMA mahnt, dann davor, dass die Zinsen sehr rasch und extrem ansteigen, gleichzeitig die Immobilienpreise massiv ansteigen und – sonst geht das Katastrophenkalkül nicht auf – auch die Arbeitslosigkeit explodiert. Ich weiss auch nicht immer, in was für einer Welt wir leben, aber ein solches Szenario ist wirklich ein schwarzer Schwan und gehört in das Land der Fantasien. Wenn die Konsumentenpreise ansteigen, was Zinserhöhungen aufdrängen könnte, dann herrscht in der Regel Vollbeschäftigung und nicht Massenarbeitslosigkeit, auch bei Eigentümern. Zudem sind diese mittlerweile zu gut drei Viertel mit Festhypotheken unterwegs, könnten einen Zinsanstieg also locker wegstecken und dank kalkulatorischem Zinssatz, der zur Berechnung der Tragbarkeit anstatt des herrschenden Zinssatzes herangezogen wird, besteht ein wirklich wirksamer Puffer nach oben, bevor es kritisch wird. Wenn man sich also Sorgen machen sollte, dann vielleicht darüber, dass es schon erste politische Bemühungen gibt, die verzerrende Wirkungen der Geldpolitik dort zu korrigieren versuchen, wo noch immer die meisten wohnen, im Mietverhältnis. So wird in Zürich ernsthaft über einen Mietendeckel diskutiert, andererseits aber eine Verdichtung erschwert, weil jeder dagegen Einsprache erheben kann. Am Zimmerberg sind wir im (gehobenen) Neubau derweil bei CHF weit über 30'000 pro m<sup>2</sup> Eigenheimfläche angelangt, auf der anderen Seeseite des Zürichsees ist das Preisniveau noch extremer. In Genf oder im Kanton Zug sieht es ähnlich aus. Wer dort nicht mehr fündig wird, zieht aufs Land und treibt dort die Preise nach oben. All dies sind Folgen der auf Abwege geratenen Geldpolitik. Über die sollten wir uns wirklich Sorgen machen.

**Martin Neff, Chefökonom Raiffeisen**

---

# Muss man sich Sorgen machen?

---

## Wichtige rechtliche Hinweise

### Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

### Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

### Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.

---