



20 Jahre Wohneigentumsboom: Wie weiter?

RAIFFEISEN

Inhalt

Wohneigentum feiert den Zwanzigsten – ein Rück- und Ausblick	3
1 Der Eigentumsboom im Zeitraffer.....	5
2 Unvollständige Warnungen	10
3 Erschwinglichkeit, Tragbarkeit, Regionale Preise.....	12
4 Warum die sanfte Landung kommt	18
5 Zu guter Letzt	23

Wohneigentum feiert den Zwanzigsten – ein Rück- und Ausblick

Für Raiffeisen als Marktführerin bei privaten Hypotheken spielt der Immobilienmarkt eine besondere Rolle. Er schuf in den letzten Jahren die Basis für das hohe Wachstum unserer Bankengruppe. Als die Schweiz noch ein Volk der Mieter war und die wenigen Eigentümer von selbstbewohnten Liegenschaften Haus- und nicht Wohnungsbesitzer waren, waren manche Raiffeisenbanken bereits namhafte Player in ihren lokalen Märkten. Dies liegt an Raiffeisens traditioneller Verwurzelung in ländlichen Gebieten, wo die Eigentumsquoten schon vor dem Eigentumsboom zwar nicht hoch, aber überdurchschnittlich waren. Denn dort war der teure Landanteil eines Immobilieninvestments für die Besserverdienenden erschwinglich. Vom nun gut 20-jährigen Wohneigentumsboom profitierte Raiffeisen wohl auch daher überproportional und konnte so die Marktführerschaft in der Schweiz im privaten Hypothekengeschäft erringen.

Angesichts der laufenden Diskussionen über eine Überhitzung des Marktes ist es uns nicht nur ein Anliegen, sondern es scheint dringend angezeigt, die Lage am Markt vertieft und differenziert zu analysieren, um den möglichen Gefahren auf den Zahn zu fühlen. Es steht ausser Frage, dass die Entwicklung am Wohneigentumsmarkt in den letzten zwanzig Jahren einzigartig war, deren genaue Betrachtung sich allein deshalb lohnt. Zudem lässt sich rückblickend ein grosser Teil des Wohneigentumsbooms fundamental begründen, was die notorischen Schwarzmaler und Dauerwarner nicht wahrhaben wollen. Auch die Preisentwicklung, die seit geraumer Zeit vor allem den Regulatoren Sorge bereitet, lässt sich so viel besser einordnen.

Den Startpunkt der Aufholjagd des Schweizer Eigenheimmarktes orten wir im Jahre 1995. Damals begann das ein Jahr zuvor verabschiedete grösste Wohnbauprogramm der Schweizer Geschichte zu greifen und die Produktion von Wohnungen zog wieder kräftig an. Gleichzeitig war Wohneigentum nach den Korrekturen des Immobiliencrashs erschwinglich und tragbar geworden und die geburtenstarken Jahrgänge drängten auf den Eigenheimmarkt, wo sie erstmals ein wachsendes Angebot an Stockwerkeigentumswohnungen vorfanden. Die Basis für den Boom wurde aber noch viel früher gelegt – nach einem reinigenden Gewitter. Im Oktober 1987 wurde der grösste Börsencrash der Geschichte unter der Führung Alan Greenspans, dem damaligen Chef der amerikanischen Notenbank, mit einem geldpolitischen Hauruck weggespült. Weltweit öffneten die Währungshüter die Geldschleusen. Damit war gleichzeitig der real angewandte Monetarismus geboren. Von da weg sollte es immer wieder zu Noteinsätzen der Geldhüter an den Finanzmärkten kommen, wie wir heute bestens wissen.

In der Schweiz war die Konjunktur 1987 allerdings nicht so flau, um so viel günstiges Geld zu rechtfertigen. Da das gleichzeitig eingeführte Swiss Interbanking Clearing (SIC) die Geldnachfrage stärker reduzierte, als von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) erwartet, überschoss die Geldmenge massiv – mit verheerenden Folgen. Die Liquidität trieb die Preise, die Inflation geriet ausser Kontrolle, die Zinsen mussten rasant angehoben werden, was die Schweizer Wirtschaft in die Rezession stürzte und den Immobilienmarkt aus den Angeln hob. Das EWR-Nein vom 6. Dezember 1992 liess zusätzliche Ängste aufkeimen, der Schweiz stünden Jahre der Stagnation bevor. In der Folge ging ein Ruck durch Wirtschaft und Gesellschaft, der auf eine Revitalisierung der Schweizer Wirtschaft abzielte.

Drei Jahre später konnte man deren erste Früchte ernten. Der abgeschottete Baumarkt war weitgehend dekartellisiert. In der Folge sanken in einem erstmals scharf geführten Wettbewerb die Baupreise massiv, Bauland kostete inzwischen gut 50% weniger als 1990. Und die Zinsen waren im Zuge der weltweiten Konvergenz der Zinsniveaus schon kräftig gefallen. Darauf hatten die geburtenstarken Jahrgänge nur gewartet. Die Masse der potenziellen Eigentümer kam dank der einmaligen Konstellation, die Mitte der Neunzigerjahre herrschte, vollends zur Entfaltung – zumal Stockwerkeigentum mittlerweile zu einer schweizweit anerkannten Wohneigentumsform geworden war.

Mit dem vorliegenden Papier möchten wir einen Beitrag zur Versachlichung der Diskussion rund um die imaginäre Immobilienblase leisten. Schliesslich warnen etliche seit geraumer Zeit vor einem Crash im Eigentumsmarkt und werden nicht müde, diese Warnungen zu wiederholen, auch wenn sie sich bisher nur als heisse Luft entpuppten. Doch obwohl ausser Frage steht, dass der Wohneigentumsmarkt einen hohen Reifegrad erreicht hat und die Preise sich auf Spitzenniveaus bewegen, ist ein Crash nach unserem Dafürhalten sehr unwahrscheinlich. Denn wir kommen zum Schluss, dass sich der grösste Teil der phänomenalen Aufholjagd von Wohneigentum in der Schweiz fundamental erklären lässt. Der Rest lässt sich auf die komplett verzerrte Zinslandschaft zurückführen, die seit der Lehman-Pleite und dem anschliessenden Eurodebakel immer paradoxer ausfällt. Mit zwei ganz wichtigen Konsequenzen für den Immobilienmarkt: Wer heute Rendite sucht, kommt an Immobilien schlichtweg nicht vorbei und seien sie noch so teuer. Und wer es sich leisten kann, der wohnt in den eigenen vier Wänden, anstatt zu mieten. Das ist nicht Spekulation, wie in den späten Achtzigerjahren, sondern ein ökonomisch rationaler, weil fundamental begründbarer Entscheid. Genau dieses Fehlen des spekulativen Elementes ist der Grund, weshalb wir keinen Absturz des Marktes befürchten. Es sind nicht schmalbrüstige Spekulanten wie Ende der Achtzigerjahre, die sich trotz zweifelhafter

Bonität mit grosszügiger Fremdkapitalausstattung am Markt tummeln, sondern nüchtern rechnende Investoren oder Selbstnutzer.

Unser Hauptszenario und gleichzeitig wichtigstes Fazit der vorliegenden Analyse ist deshalb eine sanfte Landung des Marktes. Einige Indikatoren zeigen schon, dass diese bereits im Gange ist. Die Preise im gehobenen Segment konsolidieren und die Neubaupipeline beinhaltet schon seit längerem wieder mehr Miet- als Eigentumswohnungen. Hinzu kommt, dass die aktuelle und zukünftige Bautätigkeit für einen Angebotsüberhang viel zu tief ausfällt und die Bauwirtschaft ihre Kapazitäten nicht mehr weiter ausdehnen kann – oder will.

Nicht zuletzt stellen wir in der vorliegenden Publikation erstmals eigene hedonische Preisschätzungen vor. Dies als Alternative zu den am Markt gängigen Preisreihen, die teilweise sogar unterschiedliche Vorzeichen aufweisen. Wir haben den Vorteil, auf einen einzigartig grossen Datenpool zurückgreifen zu können, weil Raiffeisen an deutlich mehr Orten präsent ist als andere Finanzierungsinstitute. Im Wissen, dass hedonische Preise aber letztlich Schätzungen sind, auch wenn sie auf tatsächlichen Transaktionen beruhen, suggerieren wir keine akribische Genauigkeit, sondern arbeiten mit sogenannten Konfidenzintervallen – mehr dazu auf den nachfolgenden Seiten.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

1 Der Eigentumsboom im Zeitraffer

Die Immobilienmarkt-Krise zu Beginn der 1990er-Jahre stürzte die Schweiz in eine lange Rezession. Stehen wir heute wieder vor einem Crash oder steuert der Immobilienmarkt auf eine sanfte Landung zu? Diese Frage beschäftigt die Schweiz seit geraumer Zeit intensiv. Für deren Beantwortung kommt man nicht umhin, die Uhr etwas weiter zurückzudrehen. Denn entlang der Zeitachse gab es Ereignisse, die das Umfeld für Eigentum stets attraktiver machten. Diese Entwicklung unterteilen wir in fünf Zeitphasen (siehe Tabelle 1):

Phase I: Überhitzung (1985-1989)

Mitte der 1980er-Jahre herrscht in der Schweiz Hochkonjunktur. Durch die Einführung des Obligatoriums der beruflichen Vorsorge kommen neue, finanzstarke Investoren auf den Markt. Diese treiben sowohl die Aktien- als auch die Immobilienpreise nach oben. Während im Immobilienmarkt Aufbruchsstimmung herrscht, steigt die Unsicherheit für die Gesamtkonjunktur. Die massive Abwertung des US-Dollars belastet den Exportausblick. Am Montag, dem 19. Oktober 1987 kracht es zudem an der New Yorker Börse. Der Dow Jones bricht innerhalb eines Tages um über 20% ein, was die Konjunktursorgen zusätzlich verstärkt und die SNB zu Zinssenkungen veranlasst. Die Wirtschaft zeigt sich jedoch widerstandsfähiger als erwartet und der befürchtete Wachstumseinbruch nach dem Börsencrash bleibt aus. Die tiefen Zinsen verleihen dem

bereits florierenden Immobilienmarkt jedoch einen deutlichen Zusatzschub – mit weitreichenden Folgen: Ende der 1980er-Jahre steigen die Preise für Wohneigentum um mehr als 10% pro Jahr. Investoren spekulieren auf schnelle Renditen durch Immobilien-Transaktionen, was letztlich zu einer immer schneller drehenden Preisspirale führt. Gleichzeitig vergeben Banken Hypothekarkredite äusserst freizügig. Abweichungen von herkömmlichen Kreditvergabestandards sind fast schon an der Tagesordnung. Angesichts dieser Entwicklungen ist es nicht verwunderlich, dass die Wirtschaft im Allgemeinen und der Immobilienmarkt im Besonderen überhitzen. Dennoch agieren die Währungshüter vorerst nur zögerlich und ziehen erst relativ spät an der Notbremse: Mit drastischen Zinserhöhungen versucht die SNB gegen Ende 1989 die Lage wieder unter Kontrolle zu bringen. Die Auswirkungen lassen bei der Immobilienfinanzierung nicht lange auf sich warten – die Hypothekarzinsen verdoppeln sich zwischen 1988 und 1990 auf fast 9%.

Zusätzlich zur geldpolitischen Straffung der SNB erlässt der Bundesrat 1989 Sofortmassnahmen zum Bodenrecht, die den Boom weiter dämpfen sollen. So darf unter anderem neu erstandenes Bauland fünf Jahre lang nicht wieder veräussert werden. Ausserdem werden eine Pfandbelastungsgrenze für Immobilienfinanzierungen und restriktivere Beschränkungen für Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren verfügt.

Tabelle 1: Historie des Schweizer Wohneigentumsbooms

Phasen des Immobilienbooms		Zinskonvergenz und Immobilienpreise	
		Durchschnittliche Hypothekarzinsen 5 Jahre, fest (*)	Durchschnittliches Jahreswachstum Immobilienpreise (**) (Minimum / Maximum)
Der Auftakt	Phase 1 Überhitzung 1985 – 1989 <ul style="list-style-type: none"> • Pensionskassenobligatorium (1985) • Konjunkturboom (1985 – 1987) • Börsencrash «Black Monday» (Oktober 1987) • Rasche Erholung, erneuter Boom (ab 1987) 	5.5%	+ 9.4% ↑ 5.7% (1986) / 13% (1988)
	Phase 2 Crash und Rezession 1990 – 1994 <ul style="list-style-type: none"> • Immobiliencrash und Regionalbankenkrise (1990) • Tiefe Rezession (ab 1990) 	7.8%	- 2.6% ↓ -4.6% (1993) / 2.1% (1990)
Startschuss: Der Wohneigentumsboom 1994/1995			
20 Jahre Wohneigentumsboom	Phase 3 Stabilisierung und Startschuss 1995 – 2002 <ul style="list-style-type: none"> • Verzögerte Erholung der Wirtschaft • Strukturreformen: Fallende Bau- und Immobilienpreise, Boom der Generalunternehmen • Wohnbau- und Wohneigentumsförderungsprogramm (1994/1995) • Dotcom-Blase, 9/11, kurze Rezession • Stabilisierung der Wirtschaft (ab 2003) 	4.7%	0.05% ↑ -4.6 (1996) / 6.2% (2002)
	Phase 4 Globaler Boom 2003 – 2007 <ul style="list-style-type: none"> • Aufblühende Weltwirtschaft • International ansteigende Immobilienpreise • Überschwemmung der Finanzmärkte mit verbrieften Immobilienschuldpapieren aus den USA 	3.5%	+ 2.1% ↑ 1.7% (2005) / 4.7% (2003)
	Phase 5 Finanz- und Eurokrise 2008 – 2015 <ul style="list-style-type: none"> • Finanzmarktkrise (2008) • Eurokrise (2011) • Griechenlandkrise (2015) 	2.3%	+ 4.2% ↑ 1.8% (2014) / 5.8% (2009)

(*) Zinssätze der Raiffeisenbanken (**) Angebotspreise, Durchschnitt Einfamilienhaus und Stockwerkeigentum, bis 2014

Quelle: Wüest und Partner, Raiffeisen Research

Mit den neuen Vorschriften dürfen diese nur noch maximal 30% ihres Anlagevermögens in Immobilien investieren und davon höchstens 25% in der Schweiz.

Phase II: Crash und Rezession (1990-1994)

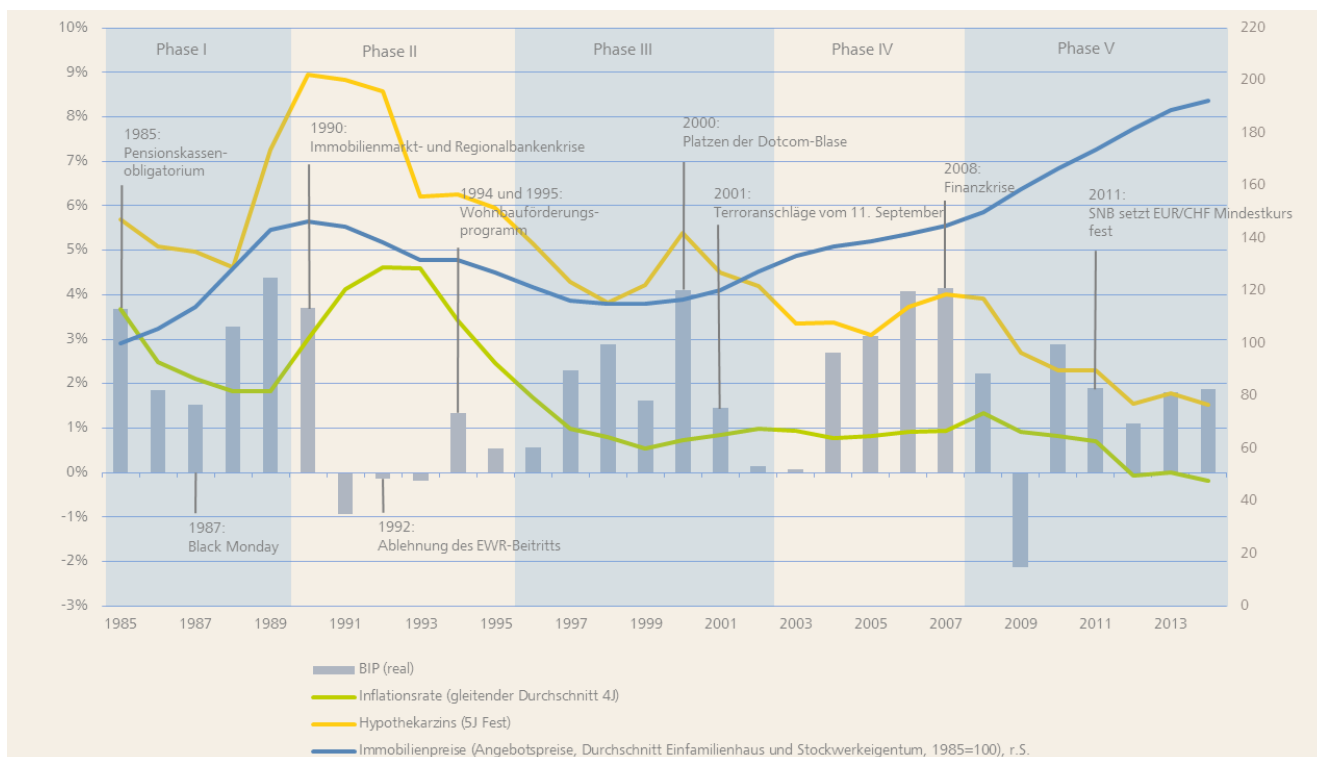
1990 befinden sich Immobilienpreise und Zinsen auf extrem hohen Niveaus. Dennoch flutet die Bauwirtschaft den Markt weiterhin mit neuen Objekten, obwohl Überkapazitäten absehbar sind. Doch mit der sich abschwächenden Konjunktur stürzt Mitte 1990 das spekulative Fundament des Immobilienmarktes in sich zusammen. In einer verheerenden Abwärtsspirale korrigieren die Preise immer stärker nach unten, während es gleichzeitig zu einem Wegbrechen der Immobilien-Nachfrage kommt.

Die Schweiz stürzt damit zu Beginn der 1990er-Jahre in eine langanhaltende Rezession, aus der sie nur mühsam und mithilfe einschneidender sowie schmerzhafter Strukturreformen wieder herausfinden sollte. Die Arbeitslosigkeit steigt vorübergehend auf gut 6%. Gleichzeitig versperrt die hartnäckige Inflation mit Jahresteuersätzen von über 6.5% der SNB den Weg zu einer entsprechend schnellen Lockerung der geldpolitischen Zügel. Kreditausfälle im Hypothekengeschäft schnellen in die Höhe, was wiederum Hypotheken-Finanzierer zusehends unter Druck setzt. Ein Druck, an dem schliesslich viele Regionalbanken zerbrechen. Den Auftakt der sogenannten Regionalbankenkrisis bildet die Pleite der Spar- und Leihkasse Thun am 3. Oktober 1991. Die Folge dieses dramatischen

Ereignisses ist eine Phase des Umbruchs in der Schweizer Bankenbranche: Regionalbanken werden von Grossbanken übernommen oder werden gezwungen, ihr Heil in Unternehmensfusionen zu suchen. Doch nicht nur die Regionalbankenlandschaft wird heftig durchgeschüttelt, sondern auch grössere Institute können sich dem Sog der Krise nicht entziehen und geraten in Schieflage. Allen voran die Schweizerische Volksbank. Die zu jener Zeit viertgrösste Bank der Schweiz wird nur durch eine Übernahme vor der Schliessung bewahrt. Grössere Kantonalbanken wie die Berner Kantonalbank, die Genfer Kantonalbank und die Waadtländische Kantonalbank überleben nur dank Steuerzuschüssen. Zwei Kantonalbanken verschwinden ganz von der Oberfläche, die Appenzell Ausserrhodische und die Solothurner Kantonalbank.

Insgesamt sinkt die Anzahl Banken in der Schweiz zwischen 1990 und 1995 von 625 auf 413 um ein Drittel. Gemäss Schätzungen der Eidgenössischen Bankenkommision belaufen sich die Abschreibungen fauler Immobilienkredite auf rund 42 Mia. CHF, mehr als 10% des damaligen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Besonders stark schlagen der Preiszerfall und die Zahlungsausfälle bei Renditeliegenschaften und Bauland zu Buche. Bei selbstbewohnten Immobilien – und dies ist im Kontext dieser Studie deutlich zu betonen – kommt es hingegen zu relativ wenigen Zwangsversteigerungen. Die privaten Haushalte sind in den meisten Fällen weiterhin in der Lage, die Hypotheken zu bedienen.

Grafik 1: Der Schweizer Immobilienmarkt im Sog globaler Entwicklungen



Quelle: BFS, SECO, Wüest und Partner, Raiffeisen Research

Die tiefe Krise, in der die Schweiz gefangen war, dauert indes an. Denn nicht zuletzt stehen die ab Ende 1992 einsetzenden Turbulenzen im europäischen Währungssystem sowie ein erneut schwacher US-Dollar einer Erholung der Schweizer Wirtschaft im Weg. Gleichzeitig wird das Andauern der konjunkturellen Schwächephase durch den Ausgang der Volksabstimmung über den Beitritt zum EWR zumindest vorerst begünstigt. Und obwohl die Zinsen seit Mitte Juni 1992 deutlich und rapide sinken, will sich die beabsichtigte Wirkung (noch) nicht einstellen. Denn letzten Endes ist das Niveau angesichts der anhaltenden Wachstumsflaute der Schweizer Wirtschaft nach wie vor zu hoch.

Man kann sich rückblickend fragen, ob die unerträglich lang andauernde Krise für die Schweiz letztlich nicht sogar eine heilsame Erfahrung gewesen ist, welche entschlossene Massnahmen und notwendige Anpassungen zumindest begünstigt hat. Fakt ist, dass trotz der Ablehnung des EWR-Beitritts die im Vorfeld verhandelten Strukturreformen weitgehend ihre Umsetzung finden. Kartell- und Binnenmarktgesetze werden revidiert und die Mehrwertsteuer löst die veraltete Warenumsatzsteuer ab. Reformen, welche zum Teil qualvoll sind – insbesondere von der bis anhin absprachefreudigen Bauwirtschaft verlangt diese Phase schmerzhaftes Zugeständnisse ab. Unter dem Strich wird sich später das Anpacken der nötigen Reformen jedoch als guten Nährboden für einen beachtlichen Aufschwung erweisen.

Phase III: Start des Booms (1995-2002)

Zur Mitte der 1990er-Jahre stottert der Wirtschaftsmotor vorerst aber weiter und die fatale Kombination aus tiefen Wachstumsraten, hoher Arbeitslosigkeit und eines zwar gesunkenen aber aus heutiger Sicht immer noch hohen Zinsniveaus dauert an. Eine Situation, die sowohl in den öffentlichen als auch den privaten Finanzen ihre Spuren hinterlässt. Steigende Steuern, sowie zunehmende Krankenkassen- und Sozialversicherungsprämien führen zu deutlichen Mehrbelastungen der Haushaltsbudgets.

An der Immobilienfront ist Phase III vor allem durch den Antritt der Generalunternehmer zu ihrem Siegeszug geprägt, welcher durch Rezession und Reformen aufgebrochene Strukturen möglich geworden ist. Gleichzeitig fallen die Baupreise weiter, ebenso wie die Boden- und Immobilienpreise. In dieser Phase sinkender Preise und Baukosten lanciert der Bund das bislang grösste Wohnbau- und Wohneigentumsförderungsprogramm in der Schweizer Geschichte. Für die Jahre 1994 und 1995 spricht die Schweizer Regierung 7.4 Mia. CHF für die Erstellung von preisgünstigen Wohnungen. Damit ist der eigentliche Startschuss für den spektakulären Boom des Wohneigentums gefallen. Der Mix aus weiter gelockerten Zinsen, einer produktiveren (Bau-)Wirtschaft, sinkenden Immobilien-, Land- und Baupreise, eigentumsfähigen Babyboomer sowie einer zunehmenden Einwanderung legt die stabile Basis für

Was hat die Globalisierung mit dem Schweizer Immobilienboom zu tun?

1987 könnte man fast als Geburtsstunde des praktischen Monetarismus bezeichnen. Dass der Börsencrash im Oktober 1987 keine schlimmeren Folgen für die Weltwirtschaft bewirkte, wird gemeinhin dem kompromisslosen Einsatz der US-Geldpolitik während der Ära Alan Greenspans zugeschrieben. Es gelang seitdem zusehends besser, mittels geldpolitischem Feintuning Konjunkturschwankungen zu glätten statt mit der fiskalpolitischen Kelle. Diese Eliminierung grober Konjunkturausschläge wird auch als „Great Moderation“ bezeichnet, eine direkte Begleiterscheinung der in den frühen Neunzigerjahren einsetzenden Globalisierung.

Das Ergebnis dieses neuen Zentralbanken-Selbstverständnis mündete letztlich in der weltweiten Konvergenz, also in einem noch nie dagewesenen Rutsch der weltweiten Zinsniveaus. Allerdings auch mit dem Beigeschmack immer häufiger auftretender Finanzmarktkrisen. Ausgehend von den USA sanken seit Beginn der 1990er-Jahre die langfristigen Nominalzinsen. Diesem Trend konnte sich praktisch kein Staat entziehen. Weder die europäischen Staaten, welche die Bildung eines einheitlichen Wirtschafts- und Währungsraums vorantrieben, noch die aufstrebenden Volkswirtschaften der Welt. Auch die Schweiz wurde von dieser Entwicklung erfasst.

Ein Ende der Konvergenz ist noch lange nicht absehbar. Im Gegenteil: Mit der Finanzmarktkrise 2008, der Eurokrise 2011 bzw. der Griechenlandkrise 2015 wurde der Abwärtstrend der langfristigen Zinsen sogar nochmals verstärkt. Sieben Jahre versuchen nun schon die Geldhüter weltweit, die Finanzmärkte und Konjunktur durch eine lockere Geldpolitik zu stabilisieren und die Folgen des Deleveraging – gemeint ist damit die weltweite Entschuldung – zu mildern.

Die Schweiz ist von diesem langwierigen und schmerzhaften Anpassungsprozess insofern besonders betroffen, dass sie bei jedem kleineren Schwächeanfall der Weltwirtschaft von Investoren rund um den Globus als sicherer Hafen genutzt wird. Was an und für sich ein Zeichen der Stabilität des hiesigen politischen und wirtschaftlichen Systems ist, bewirkt gleichzeitig ein im Vergleich zum Ausland noch stärkeres Rutschen der Kapitalmarktzinsen. Das mittlerweile aufgebrochene Wechselkursexperiment der SNB unterstreicht, wie gross der Druck hierzulande wurde. Mittlerweile sind die Verwerfungen durch das künstlich tief gehaltene Zinsniveau aber immer offensichtlicher. Tatsächlich rentiert die Zinskurve über praktisch sämtliche Laufzeiten negativ. Vor allem deshalb schiessen die Immobilienpreise in die Höhe. Denn wenn Geldwerte sinken, steigen in der Regel Sachwerte an. Konvergenz treibt Immobilienpreise.

die Aufholjagd im Eigenheimmarkt. Gleichzeitig wurde Stockwerkeigentum erstmals schweizweit salonfähig. Zuvor war diese Wohnform nur im Wallis etwas verbreitet. Zusätzlich zu diesem sowieso schon boomfreundlichen Umfeld, gesellt sich eine neue Regelung, welche den Erwerb von Wohneigentum weiter beflügelt. Ab 1995 werden Mittel aus der 2. Säule für den Kauf von selbstbewohnten Immobilien zugelassen. Wohneigentum ist nun finanziell so attraktiv, wie nie zuvor in der Geschichte der Eidgenossenschaft. Doch nicht nur die Immobilienbranche setzt dadurch zu einem bis anhin unbekanntem Höhenflug an. Der gesamten Schweizer Wirtschaft gelingt es endlich, sich aus der jahrelangen Baisse zu strampeln.

Zu Beginn des neuen Jahrtausends gerät die mittlerweile wieder prosperierende Wirtschaft kurz ausser Tritt, als die Dotcom-Blase platzt. Die Finanzmärkte werden am 11. September 2001 durch die Terroranschläge in den USA zusätzlich verunsichert. Die SNB behält in diesem Umfeld ihre expansive Geldpolitik bei, da auch die Inflation auf einem unproblematischen Niveau liegt. Ungleich zur vorangegangenen, lang andauernden Rezession stabilisiert sich die Schweizer Wirtschaft unter diesen Bedingungen relativ schnell.

Phase IV: Globaler Boom (2003-2007)

Nicht nur die Weltwirtschaft, sondern auch die Schweizer Wirtschaft blüht nach der kurzen und milden Rezession zum Jahreswechsel 2002/2003 förmlich auf. Bevölkerung und Einkommen wachsen kräftig. Entsprechend ist Wohneigentum für eine breite Masse wieder das Thema. Mit dem Aufschwung steigen die Immobilienpreise, aber nicht nur in der Schweiz. In Spanien, Irland oder den USA heben sie zusehends ab. Die Notenbanken reagieren jedoch aufgrund nur moderat steigender Inflation viel zu spät mit Zinserhöhungen. Im US-Immobilienmarkt herrscht Goldgräberstimmung. Die ganze Welt wird mit amerikanischen Immobilienkrediten geflutet, in Form von verbrieften Immobilienschuldpapieren, die sich bald schon als wahre Sprengsätze herausstellen werden.

Phase V: Finanz- und Eurokrise (2008-2015)

2007 dreht der Immobilienmarkt in den USA endgültig nach unten. Rasch zunehmende Zahlungsausfälle im Subprimesegment (Hypothekenkredite an Haushalte mit niedrigerer Bonität) bringen das Finanzwesen weltweit in Schieflage. Andere Kredit- oder Immobilienblasen platzen – etwa in Irland oder Spanien – und stürzen nach dem Lehman-Debakel die Welt in eine tiefe Rezession. Die Schweizer Grossbanken erleiden rekordhohe Verluste. Die hiesige Volkswirtschaft kann den Einbruch jedoch vergleichsweise schnell verdauen, da im Immobiliensektor und in der Binnenwirtschaft insgesamt keine Übertreibungen korrigiert werden müssen. Die Lage am Arbeitsmarkt bleibt auch dank Kurzarbeit intakt. Insgesamt geht die Krise an der Schweiz glimpflich vorüber, was ihre Attraktivität sowohl für Kapital als auch für Menschen weiter steigert. Die spürbare Zunahme der Einwanderung ist letzten

Endes ein deutliches Zeugnis dieses im Vergleich zum Ausland weitgehend beneidenswerten Meisterns der Krise. Die andere Seite der vergleichsweise erfolgreichen heimischen Wirtschaft findet sich am Immobilienmarkt: Die Preise steigen weiter, denn die Zinsen bewegen sich Richtung neuer historischer Tiefstände.

Der Franken, insbesondere infolge der Sorgen um die Eurozone, wird zum sicheren Hafen schlechthin und der Aufwertungsdruck nimmt zu. Die SNB steht unter Zugzwang und führt am 6. September 2011 den EUR/CHF-Mindestkurs von 1.20 ein. Der Leitzins wurde bereits zuvor auf null gesenkt. Die nun noch tieferen Zinsen, eine robuste Schweizer Wirtschaft und die demographische Entwicklung beflügeln die Nachfrage im Immobilienmarkt weiter. Aufgrund der vielen ungelösten Probleme im globalen Finanzwesen ist eine Zinswende, welche den Markt bremsen könnte, in noch weitere Ferne gerückt. Jetzt werden sowohl die Banken als auch die Regulatoren nach langem Zaudern aktiv.

Im Juli 2012 beschliessen die Banken im Rahmen von Selbstregulierungsmassnahmen strengere Mindestanforderungen bei der Hypothekarvergabe. So müssen künftige Wohneigentümer mindestens 10% des Belehnungswertes mit hartem Eigenkapital finanzieren.

Warum führen Negativzinsen zu höheren Hypothekarzinsen?

Seit Einführung der Negativzinsen im Dezember 2014 sind die Hypothekarzinsen nicht gesunken. Im Gegenteil, sie haben sich sogar leicht erhöht.

Dies liegt daran, dass die Zinsabsicherungen für Banken bei Negativzinsen teurer werden. Da Hypothekarkredite durchschnittlich eine längere Zinsbindung aufweisen als die zu deren Finanzierung verwendeten Einlagen, sichern sich die Banken gegen allfällige Zinsänderungsrisiken durch sogenannte Swap-Geschäfte am Kapitalmarkt ab. Beim Swap-Geschäft werden die Zinsverpflichtungen für verschiedene Laufzeiten getauscht. Somit wird sichergestellt, dass im Falle stark steigender kurzfristiger Zinsen die Zinszahlungen für Spareinlagen nicht höher ausfallen als die Zinsentnahmen aus längerfristigen Hypothekarkrediten.

Die Bank bezahlt hierfür für eine vereinbarte Laufzeit einen fixen Zinssatz, (Swapsatz), und erhält im Gegenzug den variablen Zinssatz, der sich in normalen Zeiten +/- mit dem zu entrichtenden Sparzins bewegt. Wenn die Marktzinsen wie seit Dezember 2014 jedoch ins Negative abrutschen, müssen die Banken zusätzlich zum fixen Swapsatz nun den Negativzins bezahlen. Die Folge sind Mehrkosten und damit verbunden eine reduzierte Zinsmarge. Den Verlust auf der Zinsmarge können die Banken jedoch nicht auf die Sparkunden überwälzen, weshalb der Druck zur Erhöhung der Hypothekarzinsen zunimmt.

Weiterhin wird erstmals eine verbindliche Amortisationspflicht eingeführt. Innert 20 Jahren müssen Hypotheken auf 2/3 des Belehnungswertes amortisiert werden. Dazu setzt der Bundesrat auf Antrag der SNB im September 2013 einen antizyklischen Kapitalpuffer in Kraft. Die Banken sind ab jetzt verpflichtet, 1% der risikogewichteten Aktiva mit Eigenkapital zu decken. Im Juni 2014 wird der Kapitalpuffer auf 2% erhöht. Wie die Einführung auch, bleibt allerdings auch die Erhöhung des Kapitalpuffers mit äusserst bescheidener Wirkung auf das Marktgeschehen. Das nicht unumstrittene Instrument vermag die durch nochmals gefallen Zinsen erneut gestiegenen Anreize zu Immobilieninvestitionen nicht zu kompensieren. Entsprechend verbleiben die Banken weiterhin im Fokus und sind angehalten, den Hypothekarmarkt abzukühlen. Ab September 2014 wird die Amortisationspflicht weiter verschärft. Neu müssen Hypotheken innert 15 statt 20 Jahren auf 2/3 des Belehnungswerts linear amortisiert werden. Weiterhin wird das Niederstwertprinzip für Schätzungen eingeführt. Falls der Verkaufspreis höher als der von den Banken geschätzte Preis ausfällt, muss der Kreditnehmer mehr Eigenmittel aufbringen. Darüber hinaus können Zweiteinkommen nur bei einer Solidarhaftung für die Tragbarkeitsrechnung eingesetzt werden.

Durch die von der SNB im Dezember 2014 eingeführten Negativzinsen und deren nochmaligen Senkung im Januar 2015 steigen die Hypothekarzinsen wieder leicht an, liegen jedoch nach wie vor auf einem sehr tiefen Niveau.

Der Superzyklus ist reif

Seit der letzten Krise in den 1990er-Jahren kennt der Schweizer Immobilienmarkt nur eine Richtung: Aufwärts. Die Preise sind kontinuierlich gestiegen, vor allem auch weil die SNB im jeweils herrschenden weltwirtschaftlichen Umfeld und der andauernden Turbulenzen an den Finanzmärkten die Zinsen nicht erhöhen konnte und kann. Die rasante Entwicklung weckt Erinnerungen an den letzten Crash. Die Warnrufe werden nicht leiser. Wir wollen daher im Weiteren darauf eingehen, ob und wie weit diese Warnrufe berechtigt sind und uns der Frage zuwenden, ob am Schweizer Wohneigentumsmarkt tatsächlich ein Immobilien-crash droht.

2 Unvollständige Warnungen

Hauptsache Schlagzeilen: „Immobilienpreise heben ab“, „Hypothekarmarktwachstum beunruhigt die Aufsicht“, „5 Mio. Franken für nicht einmal 100 Quadratmeter Wohnfläche“, „Baukräne soweit das Auge reicht“. Sie haben alle eines gemeinsam. All diese Meldungen sind unvollständig. In diesem Kapitel zeigen wir, dass eine isolierte Betrachtung von Marktgrößen nicht zielführend ist und für mehr Konfusion als Aufklärung und Transparenz sorgt. Dass Luxusgüter – und um solche handelt es sich bei vielen Immobilien, auf welche erwähnte Schlagzeilen abzielen – teuer sind, dürfte unumstritten sein. Aber wird es automatisch zu einer Preiskorrektur kommen? Nein, denn entscheidend ist nicht der Preis des Gutes, sondern ob es Leute gibt, die sich ein solches leisten wollen und auch können. Die Betrachtung des Preisniveaus bzw. dessen Entwicklung sind in diesem Fall höchstens medial spektakulär aber nicht ausreichend, um Aussagen zur Stabilität oder Anfälligkeit des Marktes zu treffen.

Erkenntnis 1: Preise sind zwar stark gestiegen, aber aus nachvollziehbaren Gründen

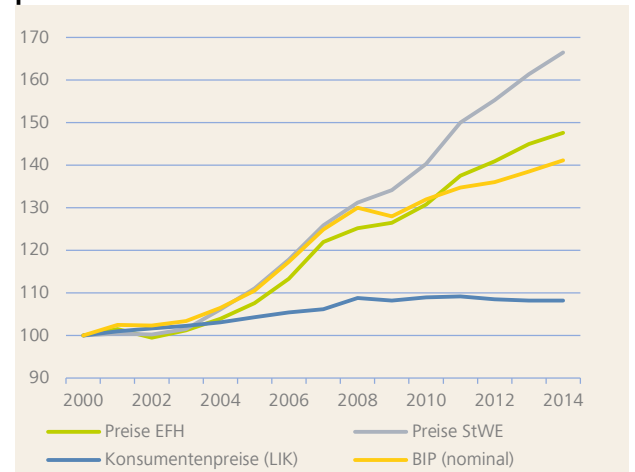
Die Preise seien unverhältnismässig abgehoben, wird gerne und oft von unterschiedlichster Seite behauptet. Und in der Tat sind die Preise für Wohneigentum seit 2000 schweizweit stark gestiegen. Während Preise für Einfamilienhäuser (EFH) rund 48% zulegten, stiegen die Preise für Stockwerkeigentum (StWE) um rund 66%. Dies sind zweifelsohne stolze Zahlen. Relevant ist aber, wie stark die aktuelle Entwicklung von der historischen – sprich durchschnittlichen – abweicht, wie lange dies schon der Fall ist und ob die Abweichungen fundamental erklärt werden können. Die hohen Preissteigerungen allein sagen nichts aus.

Im Vergleich zur am LIK gemessenen gesamtwirtschaftlichen Teuerung, haben die Immobilienpreise tatsächlich überproportional zugelegt (siehe Grafik 2). Diese Abweichungen allein sind jedoch kein Zeichen einer Fehlentwicklung am Immobilienmarkt. Denn auch die Konsumentenpreise sind verzerrt, da in den letzten Jahren im Zuge der Globalisierung und weltweiten Zinskonvergenz Inflation kein Thema mehr war/ist. Sinkende Zinsen führen zu Verzerrungen zwischen gesamtwirtschaftlicher Preisentwicklung und derjenigen für Immobilien. Anders ausgedrückt: Rutschen die Zinsen, zieht dies steigende Immobilienpreise nach sich, während es bei den Inflationsraten gleichzeitig zu einer Abwärtsbewegung führt (etwa wegen geringerer Mietpreisanstiege). Immobilien sind ein Investitionsgut, dessen Wert automatisch zulegt, wenn die Zinsen und mit ihnen die Kapitalisierungsfaktoren sinken. Eine sich öffnende Schere zwischen Teuerung und Immobilienpreisentwicklung ist somit nicht verwunderlich sondern die logische Konsequenz.

Zwar haben die Immobilienpreise auch im Vergleich zum nominalen Bruttoinlandprodukt (BIP) abgehoben. Diese Entkoppelung vollzog sich jedoch erst bedeutend

später. So bewegten sich diese Grössen bis zum Zeitpunkt, als die Auswirkungen der Finanzkrise spürbar wurden, mehr oder weniger im Gleichschritt oder sogar leicht unterproportional, wie etwa die Preise für EFH. In der Folge der Finanzkrise, änderten die makroökonomischen Rahmenbedingungen jedoch fundamental. Die Zinsen erreichen immer neue Tiefstwerte und die Immobilienpreise entkoppeln sich seither von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (siehe Grafik 2). Vergegenwärtigt man sich den Einfluss tiefer Zinsen via Kapitalisierungsfaktor auf die Bewertung der Immobilien, überrascht diese Entwicklung wenig. Hinzu kommt, dass der durch das Nullzinsumfeld verursachte Anlagenotstand Immobilien auch für Private attraktiv erscheinen lässt.

Grafik 2: Starker Anstieg der Wohneigentumspreise



Quelle: BfS, SECO, SRED, Raiffeisen Research

Erkenntnis 2: Hypothekarschulden pro Kopf sind hoch – aber das gilt auch für die Vermögen

Auch am Hypothekarmarkt wird viel Gefahr gewittert. Die Warner zeigen sich beunruhigt, weil sich das Hypothekarvolumen seit der Jahrtausendwende mehr als verdoppelt hat und die Schweiz pro Kopf gerechnet eine der höchsten Hypothekarverschuldungen weltweit aufweist. Ende 2014 entfallen durchschnittlich rund 82'000 Franken Hypothekarschulden auf jede in der Schweiz wohnhafte Person; oder rund 184'000 Franken auf jeden Haushalt. Das klingt gefährlich.

Aber immerhin stehen diesen Schulden materielle Werte – sprich ein Grundpfand – gegenüber. Es sind nicht etwa reine Konsumkredite. Des Weiteren verfügen die Schweizer Haushalte über stattliche Vermögen. Bereinigt um die Immobilienvermögen ist die Nettovermögensposition insgesamt positiv. So übersteigen die Nettofinanzvermögen, die auch die privaten Pensions- und Versicherungsforderungen umfassen, die Hypothekarschulden um mehr als das Vierfache (siehe Grafik 3). Diese Vermögenswerte können zwar nicht immer kurzfristig zur Deckung der Finanzierungskosten verwendet werden. Doch relativieren sie die Verschuldungssituation der Schweizer Haushalte deutlich.

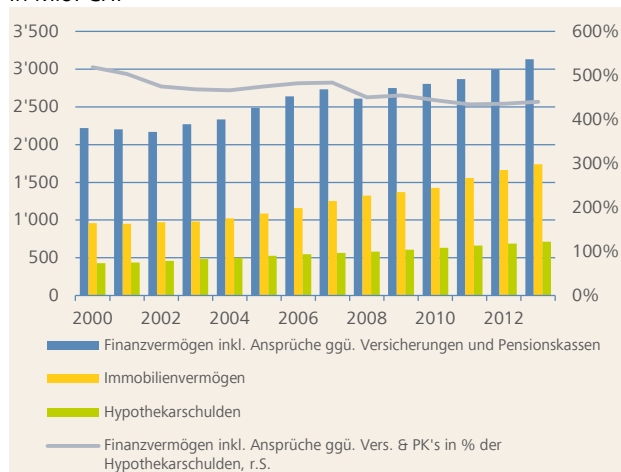
Erkenntnis 3: Fehlender Amortisationsanreiz ist der Grund für hohe Hypothekarschulden

Häufig heisst es auch, die hypothekarische Verschuldung der privaten Haushalte gemessen am BIP sei in der Schweiz beunruhigend hoch. 2014 beträgt dieser Wert rund 104%. Aber auch das ist nicht Ergebnis unbedachter Immobilieninvestments, sondern ein politisch gewünschtes Resultat der jahrelangen steuerlichen Privilegierung von Immobilienvermögen.

Zwar wird der Eigenmietwert dem Einkommen der Wohneigentümer bei der Bestimmung des steuerbaren Einkommens hinzugerechnet. Der Eigenmietwert stellt also ein fiktives Einkommen dar, das mit der Liegenschaft erzielt werden könnte. Im Gegenzug sind jedoch die Hypothekarzinszahlungen voll abzugsfähig. Die Folge ist (oder besser war, denn heute fällt der Aufschlag des Eigenmietwertes höher als die Abzugsmöglichkeiten der Schuldzinsen aus) ein Anreizsystem, welches Fremdkapital im Vergleich zu Eigenkapital begünstigt und die Wohneigentümer davon abhält bzw. abhält, ihre Hypothek zu amortisieren. Verbindliche Amortisationsbestimmungen wurden erst 2012 eingeführt und 2014 verschärft. Vorher gab es keine klare gesetzliche Praxis und auch die Banken waren nicht erpicht darauf, die Amortisationen streng einzufordern.

Grafik 3: Vermögensbilanz der Schweizer Haushalte

In Mio. CHF



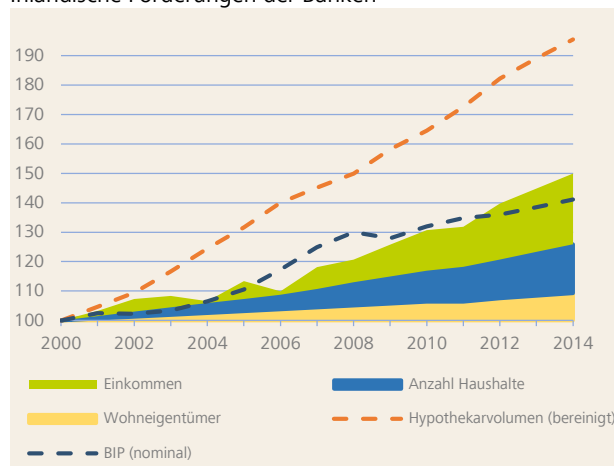
Der Pauschalabzug für Pendler setzt weitere steuerliche Anreize zum Erwerb von Wohneigentum. Denn wer pendelt, kann dies steuerlich geltend machen. Es lohnt sich daher gleich doppelt, den Wohnsitz weit weg von dem meist zentral gelegenen Arbeitsort, wo Eigentum oft weder tragbar noch erschwinglich ist, zu verlegen und hoch zu belehnen. Die finanzielle Attraktivität für einen Umzug ins Grüne, wo die Preise tiefer sind, wird durch die steuerlichen Rahmenbedingungen indirekt erhöht. Zusätzliche Haushalte vollziehen mitunter auch deshalb den Schritt ins Wohneigentum – ein weiterer Grund für die hohe Hypothekarschuldenquote in der Schweiz.

Erkenntnis 4: Hypothekarwachstum ist nicht zu hoch, sondern Resultat eines strukturellen Nachholbedarfs

Gern wird auch das hohe Wachstum der Hypothekarkredite als Gefahrenherd isoliert. Doch dieses Wachstum ist gar nicht so ungesund, denn es gibt plausible fundamentale Erklärungen dafür. Die wichtigste: Das starke Wachstum basiert nicht auf spekulativen Motiven. Es kann vielmehr zu rund der Hälfte auf gesunde fundamentale Einflussfaktoren zurückgeführt werden, vor allem natürlich auf den aufgestauten strukturellen Nachholbedarf, der sich ab Mitte der 1990er-Jahre endlich entladen konnte. Seitdem drängen die geburtenstarken Jahrgänge auf den Wohnungsmarkt und StWE etablierte sich schweizweit als neue, gesetzlich anerkannte Wohnform. Diese Wohnform nutzt den Boden intensiver als EFH.

Grafik 4: Treiber des Hypothekarwachstums

Inländische Forderungen der Banken



Da Bodenpreise massgeblich die Immobilienpreise treiben, ist StWE im Mittel aufgrund des tieferen Landanteils günstiger und für breitere Bevölkerungsschichten erschwinglich. Ausserdem wuchs die Bevölkerung stetig, jüngst sogar mit zunehmender Dynamik. Bei gleichzeitig abnehmender Haushaltsgrösse steigt folglich die Anzahl Haushalte überproportional. Die steigenden Bruttoeinkommen erhöhen zudem die Kaufkraft. Allein aufgrund dieser fundamentalen Faktoren können mehr als die Hälfte des enormen Hypothekarwachstums erklärt werden (siehe Grafik 4).

Auch das verbleibende Wachstum ist nicht der Spekulation geschuldet, wie gerne unterstellt wird. Vielmehr ist die Ursache in der hohen Marktdynamik infolge der Tiefzinspolitik zu suchen. Immer wieder günstiger werdende Finanzierungsmöglichkeiten heiz(t)en den Immobilienmarkt an. Die Preise steigen, zwar, aber die Alternativlosigkeit hält Stockwerkeigentum deutlich über Wasser. Denn auch bei den heutigen Preisniveaus ist die Miete immer noch deutlich teurer als Eigentum. Ein Grund für viele Haushalte, sich auch in der jetzt reifen Marktentwicklungsphase für Wohneigentum zu entscheiden, ist ökonomisch völlig rational fernab jeglichen Spekulationsgedankens.

3 Erschwinglichkeit, Tragbarkeit, Regionale Preise

Wir haben im vorangegangenen Kapitel eine Relativierung der isolierten Betrachtung einzelner Marktgrößen vorgenommen und möchten nun die beiden aus unserer Sicht zentralen Größen mit dem höchsten Aussagegehalt für eine Lagebeurteilung im Eigenheimmarkt besprechen: Die Erschwinglichkeit und die Tragbarkeit. Anhand dieser beiden Kennzahlen wird der Frage nachgegangen, ob man eine Immobilie mit gegebenem Einkommen erwerben und finanziell unterhalten kann.

Da beispielsweise der Markt in Gstaad mit dem in Basel Klybeck nichts gemeinsam hat, kommt man nicht darum herum, auch die regionalen Märkte näher zu durchleuchten. Das kommt häufig zu kurz bei den meist sehr pauschalen Marktbeurteilungen. Wir stellen dafür erste eigene regionale Preisreihen vor und kommen zum Schluss, dass eine nationale Lagebeurteilung nicht zielführend ist, da selbst lokale Abweichungen zum Teil gewaltig sind.

Erschwinglichkeit abnehmend, aber nicht kritisch

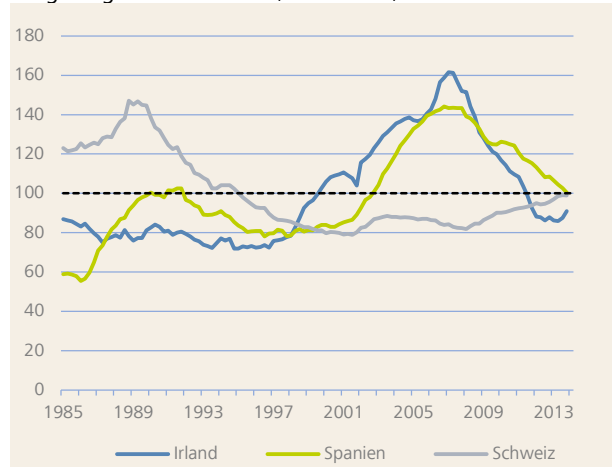
Die Immobilienpreise sagen – wie schon eingangs erwähnt – isoliert betrachtet wenig aus. Denn starke Preisanstiege allein sind nicht per se ein Problem. Für die Beurteilung der Preisentwicklung ist die Erschwinglichkeit ein sehr viel besseres Mass. Diese vergleicht das Verhältnis von Eigenheimpreisen und Einkommen. Steigen die Preise stärker als die Einkommen, wird Eigentum weniger erschwinglich.

In der Schweiz hat die Erschwinglichkeit am aktuellen Rand leicht abgenommen, was sich am Anstieg der entsprechenden Kurve zeigt: Für den Kauf eines Objektes ist in den letzten Jahren immer mehr Einkommen nötig geworden. Doch auch hier muss erneut darauf hingewiesen werden, dass diese Entwicklung weit davon entfernt ist, die Folge eines durch Spekulationen aufgeblähten Marktes zu sein.

Erfahrungswerte aus den 1990er-Jahren sowie aus Irland, Spanien, Schweden oder den USA zeigen deutlich, dass sich im Falle einer spekulativen Immobilienpreisblase die Erschwinglichkeit in ganz anderen Sphären und mit anderer Geschwindigkeit bewegt, als dies hierzulande der Fall ist. In Irland beispielsweise lag das Preis/Einkommens-Verhältnis 2007, zum Zeitpunkt des Crashes, rund 60% über dem langfristigen Durchschnitt. In der Schweiz liegt dieses Verhältnis noch immer leicht unter dem langjährigen Durchschnitt, trotz steigender Immobilienpreise (siehe Grafik 5).

Grafik 5: Erschwinglichkeit im internationalen Vergleich

Langfristiger Durchschnitt (1985-2013) = 100



Quelle: OECD, Raiffeisen Research

Wie werden Erschwinglichkeit und Tragbarkeit gemessen?

Erschwinglich- und Tragbarkeit werden mit Housing Affordability Indices (HAI) gemessen. Der Erschwinglichkeitsindex (HAI 1) gibt an, wie viele Jahreseinkommen ein durchschnittlicher Haushalt für den Erwerb einer durchschnittlichen Immobilie aufbringen muss, und bildet dieses Preis-/Einkommensverhältnis für jedes Jahr ab.

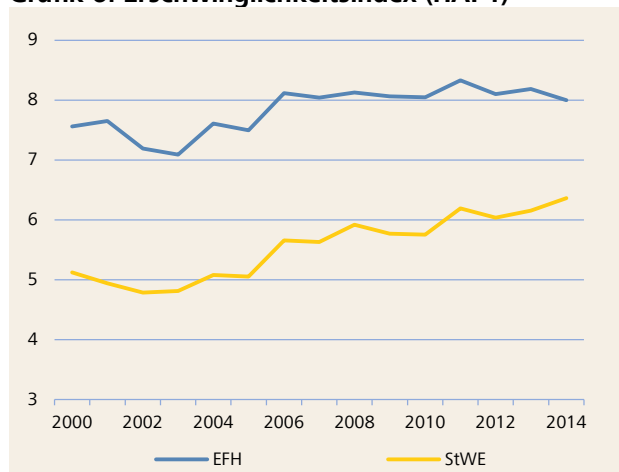
Gemäss unseren Schätzungen lag 2014 das durchschnittliche Brutto-Haushaltseinkommen bei rund 125'000 CHF. Der Transaktionspreis eines durchschnittlichen EFH betrug gut 1'000'000 CHF und jener einer StWE-Wohnung 800'000 CHF. Der HAI 1 nimmt so einen Wert von 8 für EFH und 6.4 für StWE an (siehe Grafik 6).

Der Tragbarkeitsindex (HAI 2) misst den Anteil am Einkommen, welcher für die Finanzierung des Eigenheims aufgebracht werden muss. Dieser Anteil beinhaltet drei Komponenten. Erstens sind dies die zu begleichenden Hypothekarzinsen. Wir gehen dabei von einer Belehnung von 80% aus. Zweitens muss die Hypothek amortisiert werden, und zwar innerhalb von 15 Jahren linear auf 2/3 des Belehnungswerts. Wir nehmen in unserer Rechnung an, dass der Belehnungswert gleich dem Transaktionspreis ist. Und drittens fließen Unterhaltskosten in der Höhe von 1% des Transaktionspreises ein.

Der HAI 2 misst also in jedem Jahr den Anteil vom Einkommen, welcher bei aktuellen Immobilienpreisen, Haushaltseinkommen und Hypothekarzinsen für die Finanzierung des Eigenheims durchschnittlich aufgebracht werden muss. 2014 sind das für ein EFH ca. 27% und für eine StWE-Wohnung 21% (siehe Grafik 7). Allgemein gilt ein Objekt als tragbar, so lange die finanzielle Belastung unter 33% des Einkommens bleibt. Ist sie höher, ist die sogenannte goldene Finanzierungsregel verletzt.

Allerdings zeigt sich seit 2000 eine abnehmende Tendenz, was durch den ansteigenden Erschwinglichkeitsindex (HAI 1) sowohl bei EFH als auch bei StWE deutlich wird (siehe Grafik 6). Heute liegt der HAI 1 für EFH bei knapp über 8 und für StWE bei rund 6.4. Das heisst, für ein durchschnittliches EFH müsste ein Durchschnittshaushalt in der Schweiz ca. 8 Jahreseinkommen aufbringen, und für eine StWE-Wohnung 6.4.

Grafik 6: Erschwinglichkeitsindex (HAI 1)



Quelle: BFS, ESTV, SNB, SRED, Raiffeisen Research

Haushaltseinkommen und Immobilienpreise in der Schweiz

Für die Berechnungen des HAI 1 werden durchschnittliche Haushalte mit durchschnittlichen Immobilien verglichen. Dadurch kann zwar ein grober Überblick über die bestehende Marktsituation geschaffen werden, allerdings bilden Durchschnittswerte nur einen Teil der Realität ab. Haushalte haben sehr unterschiedliche Einkommen, und die Immobilienpreise variieren stark. Aus diesem Grund betrachten wir nachfolgend die Erschwinglichkeit für verschiedene Einkommensklassen und unterschiedliche Objekte.

Dafür unterteilen wir die Haushaltseinkommen und Immobilienpreise in jeweils zehn gleich grosse Klassen. Die Grenzen zwischen diesen Klassen sind so genannte Dezile (siehe Tabelle 2).

Tabelle 2: Haushaltseinkommens- und Immobilienpreisverteilung, 2014

Dezil	Einkommen	Preise
10%	48'000	360'000
20%	67'000	480'000
30%	83'000	565'000
40%	97'000	650'000
50%	112'000	740'000
60%	127'000	835'000
70%	146'000	940'000
80%	174'000	1'140'000
90%	219'000	1'440'000

Quelle: BFS, SRED, Raiffeisen Research

Zur Illustration wählen wir das 30%-Dezil mit einem korrespondierenden Einkommen von 83'000 CHF bzw.

Immobilienpreis von 565'000 CHF. Für 30% der 2014 gehandelten Immobilien wurde demnach weniger und für 70% mehr als 565'000 CHF bezahlt. Die Einkommen waren so verteilt, dass 30% der Haushalte weniger und 70% der Haushalte mehr als 83'000 CHF jährlich verdienen. Die Datengrundlage für die Immobilienpreise bilden die 2014 gehandelten EFH und StWE-Wohnungen, die im Swiss Real Estate Datapool (SRED) sowie dem Datenpool der Raiffeisenbanken enthalten sind. Die Daten für die Bruttohaushaltseinkommen stammen aus der Haushaltsbudgeterhebung des Bundesamtes für Statistik (BFS).

Jeder Haushalt kann kaufen

Stellt man die Verteilungen von Haushaltseinkommen und Immobilienpreisen einander gegenüber, zeigt sich, dass die Erschwinglichkeit sehr breit gestreut ist. Sie ist bei Haushalten mit einem relativ hohen Einkommen durchgehend hoch, was sich durch einen tiefen Indexwert und vorwiegend grünen Flächen in Tabelle 3 zeigt. Umgekehrt verzeichnen Haushalte mit tiefem Einkommen eine tiefe Erschwinglichkeit, gleichbedeutend mit einem hohen Indexwert und roten Flächen.

Tabelle 3: Erschwinglichkeit im Querschnitt, 2014

		Einkommen								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Preis	10%	7.5	5.4	4.3	3.7	3.2	2.8	2.5	2.1	1.6
	20%	10.0	7.2	5.8	4.9	4.3	3.8	3.3	2.8	2.2
	30%	11.8	8.4	6.8	5.8	5.0	4.4	3.9	3.2	2.6
	40%	13.5	9.7	7.8	6.7	5.8	5.1	4.5	3.7	3.0
	50%	15.4	11.0	8.9	7.6	6.6	5.8	5.1	4.3	3.4
	60%	17.4	12.5	10.1	8.6	7.5	6.6	5.7	4.8	3.8
	70%	19.6	14.0	11.3	9.7	8.4	7.4	6.4	5.4	4.3
	80%	23.8	17.0	13.7	11.8	10.2	9.0	7.8	6.6	5.2
	90%	30.0	21.5	17.3	14.8	12.9	11.3	9.9	8.3	6.6

Quelle: BFS, ESTV, SNB, SRED, Raiffeisen Research

Ein Haushalt mit einem Einkommen von 112'000 CHF (Median oder 50%-Dezil) müsste beispielsweise für eine Immobilie mit einem Preis von 740'000 CHF (50%) rund 6.6 Jahreseinkommen aufbringen. Dieser Wert ist erwartungsgemäss nahe am HAI 1-Wert für 2014, der die durchschnittliche Erschwinglichkeit abbildet. Aus Grafik 5 wird ersichtlich, dass die Immobilienpreise historisch und im internationalen Vergleich relativ zu den Einkommen kaum abgehoben haben. Aktuell befindet sich die durchschnittliche Erschwinglichkeit nahe beim langfristigen Durchschnitt.

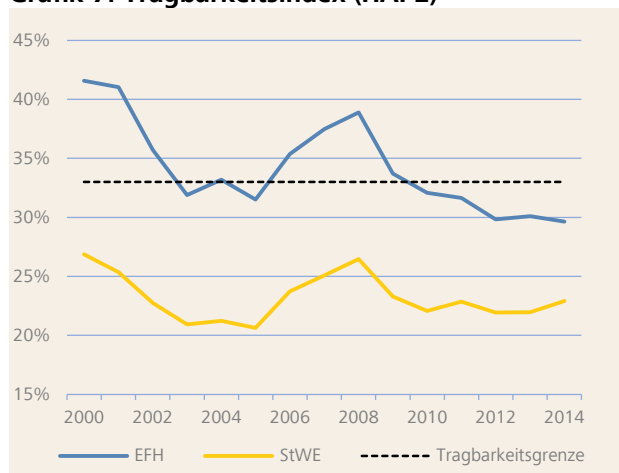
Werfen wir nun einen Blick an den Rand der Einkommensverteilung. Ein Haushalt mit einem Einkommen von 48'000 CHF wird zwar kaum eine Zweizimmerwohnung für 360'000 CHF kaufen, da er wahrscheinlich mehr Raum benötigt. Genauso wenig dürfte sich ein Topverdiener mit einem solchen Objekt zufrieden geben. Der HAI 1 hat an den Rändern der Einkommensverteilung also nur bedingte Aussagekraft. Doch für viele Haushalte des Mittelstandes, ist das Verhältnis von Kaufpreis zu Einkommen essenziell. Bemerkenswert ist, dass der HAI 1 auf der Diagonalen in Tabelle

3 Werte zwischen 6.4 und 7.5 annimmt. Das sind ziemlich moderate Grössenordnungen, die sich dahingehend interpretieren lassen, dass es grundsätzlich für Haushalte jeder Einkommensklasse erschwingliche Objekte gibt.

Gute Tragbarkeit dank tiefen Zinsen

Dass die Erschwinglichkeit für die Haushalte verschiedener Einkommensklassen gegeben ist, heisst aber noch lange nicht, dass Wohneigentum finanziell auch tragbar ist. Zur Erinnerung: Die Tragbarkeit definieren wir als jährliche finanzielle Belastung durch den Erwerb eines Eigenheims im Verhältnis zum Einkommen, und drücken sie mittels Tragbarkeitsindex (HAI 2) aus. Dabei berücksichtigen wir die jeweils aktuellen Immobilienpreise, Einkommen und Hypothekarzinsen.

Grafik 7: Tragbarkeitsindex (HAI 2)



Quelle: Bfs, ESTV, SNB, SRED, Raiffeisen Research

In Grafik 7 wird ersichtlich, dass der HAI 2 seit 2007 trotz des starken Preiswachstums tendenziell gesunken ist und aktuell im grünen Bereich liegt. Die Tragbarkeit ist aktuell im Durchschnitt gegeben. Ein Haushalt mit mittlerem Einkommen kann also ein durchschnittliches Objekt erwerben, ohne die goldene Finanzierungsregel zu verletzen.

Jeder Haushalt könnte Eigentum finanzieren

Betrachten wir den HAI 2 2014 im Querschnitt für verschiedene Einkommen und Immobilienpreise, ergibt sich ein überraschendes Bild (siehe Tabelle 4). Schweizer Haushalte könnten im Durchschnitt einen Grossteil der Wohnobjekte finanzieren. Das zeigt sich in der gelb-grünen Fläche, die rund 3/4 ausmacht.

Selbst für Haushalte mit relativ tiefem Einkommen wäre aufgrund der aktuell tiefen Zinsen Wohneigentum noch tragbar – wenn auch in deutlich tieferem Ausmass. Eine Familie mit tiefem Einkommen (10%) könnte beispielsweise immerhin 20% der Objekte finanzieren, ein gut situiertes Doppelverdiener-Paar aber praktisch jedes Objekt unterhalten, das auf dem Markt angeboten wird.

Tabelle 4: Tragbarkeit im Querschnitt, 2014

		Einkommen								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Preis	10%	0.25	0.18	0.15	0.12	0.11	0.09	0.08	0.07	0.06
	20%	0.33	0.24	0.19	0.17	0.14	0.13	0.11	0.09	0.07
	30%	0.39	0.28	0.23	0.19	0.17	0.15	0.13	0.11	0.09
	40%	0.45	0.32	0.26	0.22	0.19	0.17	0.15	0.13	0.10
	50%	0.52	0.37	0.30	0.26	0.22	0.20	0.17	0.14	0.11
	60%	0.58	0.42	0.34	0.29	0.25	0.22	0.19	0.16	0.13
	70%	0.66	0.47	0.38	0.32	0.28	0.25	0.22	0.18	0.14
	80%	0.79	0.57	0.46	0.39	0.34	0.30	0.26	0.22	0.17
	90%	1.00	0.72	0.58	0.50	0.43	0.38	0.33	0.28	0.22

Quelle: Bfs, ESTV, SRED, Raiffeisen Research

Strenge Tragbarkeitsprüfung

Aber eben nur könnten, denn bei der Tragbarkeitsprüfung werden 5% als kalkulatorischer Zinssatz verrechnet. Das ändert das Bild. Der Rotanteil steigt (siehe Tabelle 5). Schweizer Haushalte können sich demnach gerade noch rund 40% der Objekte leisten und selbst für die höchsten Einkommensklassen sind nicht mehr alle Wohnobjekte finanziell tragbar. Am stärksten ändert sich die Situation für den Mittelstand. Viele an sich eigentumsfähige Mittelstands-Haushalte genügen nun der Tragbarkeitsprüfung nicht mehr. Die strenge Tragbarkeitsprüfung zerstört somit so manchen Traum von den eigenen vier Wänden, auch wenn Wohneigentum beim aktuellen Zinsniveau an sich noch für viele tragbar wäre. Es können nur noch Haushalte in den Hypothekarmarkt einsteigen, die über die nötigen Einkommensreserven verfügen, um einen sprunghaften Zinsanstieg auf 5% absorbieren zu können.

Tabelle 5: Tragbarkeit mit kalkulatorischem Zinssatz (5%) im Querschnitt, 2014

		Einkommen								
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Preis	10%	0.43	0.31	0.25	0.21	0.18	0.16	0.14	0.12	0.09
	20%	0.57	0.41	0.33	0.28	0.25	0.22	0.19	0.16	0.13
	30%	0.68	0.48	0.39	0.33	0.29	0.26	0.22	0.19	0.15
	40%	0.78	0.56	0.45	0.39	0.33	0.29	0.26	0.21	0.17
	50%	0.89	0.63	0.51	0.44	0.38	0.33	0.29	0.24	0.19
	60%	1.00	0.72	0.58	0.49	0.43	0.38	0.33	0.28	0.22
	70%	1.13	0.81	0.65	0.56	0.48	0.43	0.37	0.31	0.25
	80%	1.36	0.98	0.79	0.68	0.58	0.52	0.45	0.38	0.30
	90%	1.72	1.24	1.00	0.85	0.74	0.65	0.57	0.48	0.38

Quelle: Bfs, ESTV, SRED, Raiffeisen Research

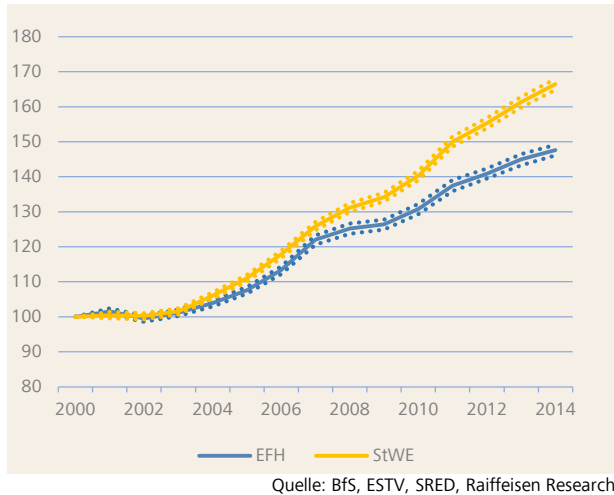
Neben der Verwendung des kalkulatorischen Zinssatzes reduzieren Amortisationsvorschriften sowie Mindestanforderungen an hartem Eigenkapital das Nachfragepotenzial zusätzlich. Die starke Nachfrage dürfte daher weiter abkühlen und unser Hauptszenario einer sanften Landung unterstützen. Von der Finanzierungsseite selbst gehen, abgesehen vom nach wie vor tiefen Zinsniveau, daher kaum mehr stimulierende Impulse aus.

Starke Preisentwicklung ab 2003

Die Finanzierbarkeit von Wohneigentum wird trotz tiefen Zinsen zusehends durch das hohe Preisniveau beeinträchtigt. Gemäss unseren Schätzungen stiegen die Transaktionspreise seit 2000 über alle Marktsegmente hinweg. Die Preise für EFH legten seit 2000 um 48% zu, für StWE erhöhten sie sich um 66% (siehe Grafik 8).

Grafik 8: Preisentwicklung Schweiz

Transaktionspreise. Gepunktete Linien: 95% - Konfidenzintervalle



Wie werden Immobilienpreise gemessen?

In dieser Studie werden sogenannte hedonische Preisindizes geschätzt. Diese basieren auf einem statistischen Modell, das den Preis einer Immobilie aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften (u.a. Lage, Grösse, Qualität und Zustand) möglichst gut erklärt. Dadurch kann der Preis einer Immobilie an einem bestimmten Ort zu einem bestimmten Zeitpunkt geschätzt und mit anderen Immobilien verglichen werden. Um die Preisentwicklung über die Zeit zu messen, wird das hedonische Modell in einen Preisindex eingebunden.

Die Datengrundlage für unsere Schätzungen bilden die Immobilientransaktionsdaten des Swiss Real Estate Datapools (SRED) und der Raiffeisenbanken. Da Raiffeisenbanken regional stark verankert sind, konnten wir auf eine einmalig grosse Datenquelle zurückgreifen.

Da alle Immobilienpreisindizes auf Schätzungen oder Beobachtungen basieren und keinen Anspruch auf perfekte Genauigkeit erheben, bilden wir 95%-Konfidenzintervalle ab. Diese geben die Bandbreite an, in welcher der Indexwert mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% liegt. Je schmaler ein Intervall, umso genauer die Schätzung. Die Genauigkeit hängt wesentlich von der Anzahl Beobachtungen sowie der Varianz in den Daten ab. Die Konfidenzintervalle sind auf Niveau Schweiz sehr schmal, weil viele Beobachtungen zur Verfügung stehen. In Regionen mit wenigen Transaktionen sind diese deutlich breiter.

Während sich die Preise zwischen 2000 und 2003 noch seitwärts bewegten, stiegen sie in der Hochkonjunktur ab 2003 – mit einer Kurzbremse während der Finanzkrise 2007 – rasant an. Alles in allem ist dies eine beeindruckende Entwicklung. Mittels HAI 1 und HAI 2 haben wir aber auch gezeigt, dass Preise immer im Kontext von Einkommen, Hypothekarzinsen und Regulierungen betrachtet werden müssen.

Zudem setzt sich die aggregierte, schweizweite Preisentwicklung aus verschiedenen regionalen Komponenten zusammen. Es gibt Regionen mit schwächerem und solche mit deutlich stärkerem Preiswachstum. Um diese Entwicklungen besser einzuordnen, werfen wir abschliessend einen kurzen Blick auf die regionalen Preisniveaus und deren Entwicklung.

Preisniveau: Grosses regionales Gefälle

Einen Überblick über die Preisniveaus in zehn Grossregionen geben die Karten 1 und 2. Darauf sind durchschnittliche Transaktionspreise für ein typisches EFH respektive eine typische StWE-Wohnung abgebildet. Beide Objekte sind fünf Jahre alt, von guter Qualität, in gutem Zustand und liegen an guter Lage.

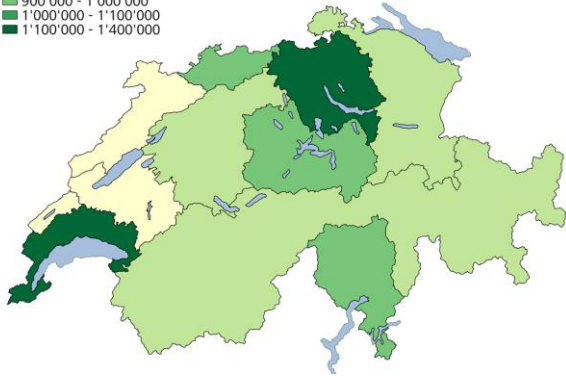
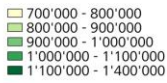
Die hier beschriebenen Grossregionen sind insgesamt bunt durchmischt und enthalten gleichzeitig Zentren, Agglomerationen, ländliche Gebiete und Tourismus-hotspots. Da jede Gemeinde andere Eigenschaften hat, kann es auch von Gemeinde zu Gemeinde innerhalb einer Grossregion zu grossen Preisgefällen kommen.

Der Vergleich auf den Karten 1 und 2 zeigt deutlich, dass die Immobilienpreise um den Genfersee am teuersten sind, gefolgt von Zürich. Beide sind urban geprägte Regionen mit attraktivem Seeanstoss. Sie verfügen über ein wichtiges Wirtschaftszentrum und einen äusserst attraktiven Arbeitsmarkt, der weit überregionale Sogwirkung entfaltet. An dritter Stelle findet sich die Region Tessin, welche mit Lugano über einen wichtigen Wirtschaftsstandort verfügt und gleichzeitig bei Touristen sehr beliebt ist.

Der Alpenbogen, die Zentral- und Nordwestschweiz bilden das Mittelfeld. In der Alpenregion treiben einige Tourismusdestinationen und exklusive Lagen die Immobilienpreise. Insbesondere Hotspots wie St. Moritz oder Gstaad weisen exorbitant hohe Preisniveaus aus. Allerdings liegen in der Alpenregion auch zahlreiche abgelegene und schwer erreichbare Gebiete, in denen kaum Transaktionen stattfinden und die Preise ausserordentlich tief sind. In der Zentral- und Nordwestschweiz sind vor allem zwei Faktoren massgebend für die Immobilienpreise: die Nähe zum Zentrum sowie die Steuerbelastung. Das tiefe Steuerniveau in den Kantonen Schwyz, Zug, Nid- und Obwalden sowie die Nähe zu Zürich, und etwas schwächer zu Basel und Luzern, treiben dort beispielsweise die Immobilienpreise.

Karte 1: EFH-Preise in CHF, 2014

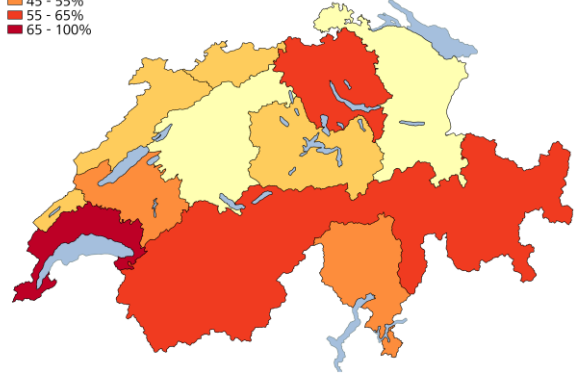
Transaktionspreise. EFH mit 5 Zimmer und 650 m² Grundstückfläche



Quelle: BfS, ESTV, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

Karte 3: Preisentwicklung EFH, 2000-2014

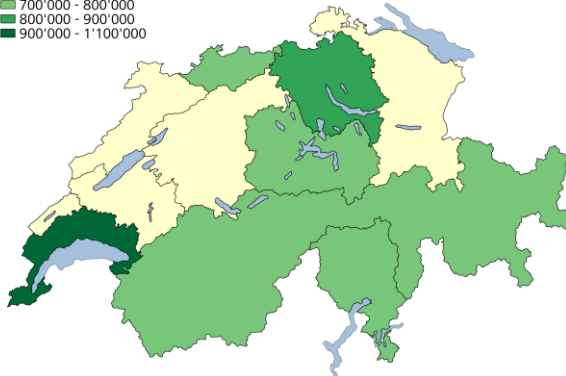
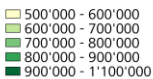
Transaktionspreise



Quelle: BfS, ESTV, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

Karte 2: StWE-Preise in CHF, 2014

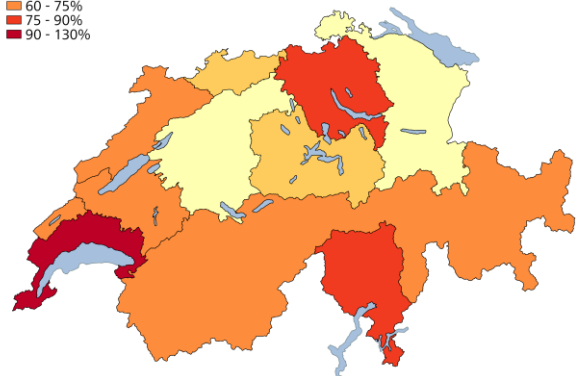
Transaktionspreise. StWE-Wohnung mit 4 Zimmer und 110m² Wohnfläche



Quelle: BfS, ESTV, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

Karte 4: Preisentwicklung StWE, 2000-2014

Transaktionspreise



Quelle: BfS, ESTV, Geostat, SRED, Raiffeisen Research

Die tiefsten Immobilienpreise finden sich in der Ost- und Westschweiz, entlang des Jurabogens und im Berner Mittelland. Alle sind ländlich geprägte Regionen ohne starkes Wirtschaftszentrum. Zudem ist die Steuerbelastung im Jura, Bern und der Westschweiz sehr hoch, was zusätzlich hemmend auf die Preise wirkt.

Preisentwicklung: Spitzenreiter Genf

In Regionen mit heute relativ hohen Preisniveaus haben sich – mit einigen Ausnahmen – die Immobilienpreise auch überproportional entwickelt. Dies ist auf den Karten 3 und 4 dargestellt.

Die mit grossem Abstand stärkste Preisentwicklung fand am Genfersee statt: Die Preise von EFH und StWE-Wohnungen haben sich seit 2000 rund verdoppelt. Haupttreiber ist insbesondere die Stadt Genf, wo starke Regulationen die so schon vorhandene Knappheit verstärken. Aber auch entlang des gesamten Seufers sind die Preise förmlich explodiert. Daher weichen Haushalte vermehrt in die deutlich günstigere Westschweiz aus, was mittlerweile auch dort preistreibend wirkt. Auch in der Region Zürich, dem Tessin und

den Alpen sind die Preise relativ stark gestiegen, aber nicht annähernd so extrem wie am Genfersee.

In der Nordwest- und Zentralschweiz sowie im Jura kann von mittelstarker Preisentwicklung gesprochen werden. Während in der Nordwestschweiz die Impulse vor allem von Basel ausgehen, wirkt in der Zentralschweiz die tiefe Steuerbelastung. Im Jura gibt es weder ein starkes ökonomisches Zentrum noch tiefe Steuern. Nichtsdestotrotz sind die Preise durchschnittlich gestiegen. Dies ist ein Zeichen dafür, dass das Preiswachstum auch vor peripheren Standorten nicht mehr Halt macht.

Am schwächsten fiel das Preiswachstum in den Regionen Bern und Ostschweiz aus. Beide Regionen sind von ländliche Gebieten geprägt. Auch in ihren Zentren Bern, St. Gallen und Chur fiel das Wachstum der Preise moderater aus als in den Städten Zürich oder Genf.

Keine flächendeckende Überhitzung

Von einer Überhitzung des gesamten Schweizer Immobilienmarktes zu sprechen ist sicherlich übertrieben. Regionale Niveaus und Entwicklungen sind zu unter-

schiedlich für flächendeckende Pauschalisierungen. (siehe Tabelle 6)

Tabelle 6: Relative Preisentwicklungen- und Niveaus

EFH & StWE

Preisniveau (2014)	Preisentwicklung (2000-2014)		
	stark	mittel	schwach
hoch	Genfersee Zürich Tessin		
mittel	Alpen	Nordwestschweiz Zentralschweiz	
tief	Westschweiz	Jura	Bern Ostschweiz

Quelle: Raiffeisen Research

In den Regionen mit starkem Preiswachstum ist nicht von der Hand zu weisen, dass gewisse Entwicklungen nicht mehr fundamental begründbar sind. Das trifft speziell auf Genf zu, wo am aktuellen Rand die Preise in etlichen Segmenten bereits gedreht haben. Genf gilt grundsätzlich als Vorlaufindikator für den Schweizer Markt. Ob dies immer noch gilt, muss sich erst noch zeigen. Auch im Grossraum Zürich und in Tourismus-Hotspots haben die Preisentwicklungen teilweise ein Ausmass angenommen, das förmlich nach Korrekturen schreit. Doch so lange das völlig überzogene Angebot dort noch Käufer findet, werden die Preise kaum korrigieren. Vereinzelt könnte man da schon fast von einem Snobeffekt sprechen.

4 Warum die sanfte Landung kommt

Wie wir bisher gezeigt haben, gibt es viele Gründe, die den Eigentumsboom der vergangenen 20 Jahre rational erscheinen lassen. Sehr besorgniserregend ist er aus dieser Warte betrachtet gar nicht. Vor allem fehlt ihm, was den Crash in den frühen Neunzigern verursacht hat: das spekulative Element gepaart mit Gier bei allen Akteuren. Die heutigen Käufer sind Einzelhaushalte, Familien oder junge Paare, die in den erworbenen Wohnungen leben und nicht etwa Investoren oder gar schmalbrüstige Spekulanten, die auf schnelle Profite hoffen. In diesem Kapitel wollen wir uns nun der sanften Landung zuwenden, unserem Hauptszenario der Entwicklung des Eigenheimmarktes in den kommenden drei bis fünf Jahren.

Auch wenn die extrem tiefen Zinsen den Immobilienzyklus vorerst noch aufrechtzuerhalten vermögen, sprechen drei Gründe für die sanfte Landung:

Erstens wird das hohe Preisniveau für viele Haushalte zusehends spürbar. In Verbindung mit den Selbstregulierungsmassnahmen der Banken sind die finanziellen Anforderungen für den Erwerb von Wohneigentum mittlerweile für viele Haushalte zu hoch. Das illustrieren unsere Berechnungen zur Tragbarkeit unwiderlegbar. Namentlich die stetig verschärften Amortisationspflichten führen dazu, dass immer weniger Haushalte die Tragbarkeitsrichtlinien der Banken erfüllen können. Die Regelung, dass beim Erwerb 10% hartes Eigenkapital eingebracht werden muss, hat auch vermögensseitig zu einer Verschärfung geführt. In der Folge sind immer weniger Haushalte im Stande, die erforderlichen Eigenmittel aufzubringen bzw. die Tragbarkeit zu erfüllen.

Zweitens zeichnet sich auch demographisch bedingt eine Nachfragesättigung ab. Die Babyboomer-Generation, welche zum 20 Jahre dauernden Wohneigentumsboom massgeblich beigetragen hat, kommt ins Alter. Nachrückende Alterskohorten dürften mit Hilfe der Migration die Nachfrage zwar stützen, mit zusätzlichen Nachfrageimpulsen ist jedoch nicht zu rechnen. Insbesondere die Nachfrage nach EFH hat ihren Zenit überschritten, während sich bei StWE eine Konsolidierung abzeichnet. Damit verliert der sozio-demographische Einfluss als Nachfragekatalysator an Bedeutung.

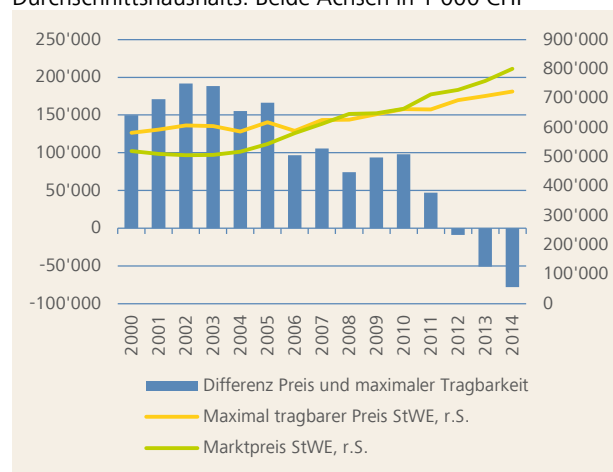
Drittens geraten Angebot und Nachfrage im Wohneigentumssegment nicht aus dem Lot. Vor dem Hintergrund einer nachlassenden Nachfrage ist seit geraumer Zeit schon eine Verschiebung des Angebotes vom Eigentums- ins Mietwohnungssegment im Gang. Die Anzahl neu erstellter Wohneinheiten ist aber seit Jahren beinahe konstant. Die Bauwirtschaft ist aus Kapazitätsgründen schlichtweg nicht in der Lage, die Produktion zu erhöhen. Die Absorption der neuen Wohneinheiten ist von daher unproblematisch. Somit bestehen kaum Leerstandrisiken und ein Überangebot ist nicht in Sicht.

Sättigung trifft Regulierung

Eine einfache Rechnung verdeutlicht die sich im Gang befindliche Ausdünnung des Nachfragepotenzials. Im Jahr 2002 konnte sich ein Durchschnittshaushalt noch weit mehr als eine durchschnittliche StWE-Wohnung leisten. Er war im Stande, über 200'000 CHF „mehr“ in ein grösseres oder luxuriöseres Objekt zu investieren, ohne die Tragbarkeitsrichtlinien zu verletzen. Im Falle des durchschnittlichen Objektes, lag seine kalkulatorische Zinsbelastung als Anteil des Bruttoeinkommens bei rund 27%. Gestiegene Preise erfordern mittlerweile ein höheres Einkommen. Zusätzlich erschweren neue Mindestanforderungen bei Hypothekendarfinanzierungen die Tragbarkeitsrechnung.

Grafik 9: Preisniveau und Regulierung reduzieren Eigentümerpotenzial

Differenz zwischen Preis und maximaler Tragbarkeit für eine durchschnittliche StWE-Wohnung aus der Perspektive eines Durchschnittshaushalts. Beide Achsen in 1'000 CHF



Quelle: Bfs, SNB, SRED, Raiffeisen Research

Diese Kombination führt dazu, dass seit 2012 eine durchschnittliche StWE-Wohnung für einen durchschnittlichen Haushalt nicht mehr tragbar ist. 2014 liegt der Preis bereits rund 80'000 CHF zu hoch, um die entsprechenden Tragbarkeitsrichtlinien zu erfüllen (siehe Grafik 9). Mit einer Belastung von beinahe 37% des Bruttoeinkommens ist der durchschnittliche Haushalt gezwungen, ein günstigeres Objekt in Betracht zu ziehen. In der Konsequenz verbleiben ehemals potenzielle Wohneigentümer zusehends im Mietwohnungssegment.

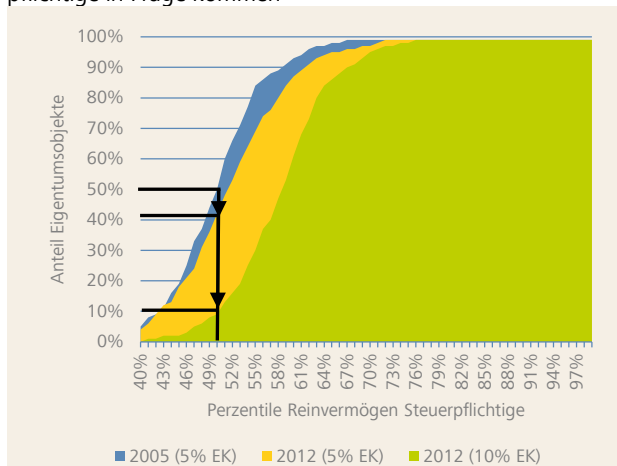
Genauso dämpfend auf die Nachfrage wirkt die Tatsache, dass immer weniger Haushalte das für den Erwerb von Wohneigentum erforderliche Eigenkapital aufbringen können. Ein Blick in Vermögensdaten des Kantons Luzern veranschaulicht exemplarisch die massive Wirkung von steigenden Preisen und erhöhten Eigenkapitalanforderungen auf das Eigentümerpotenzial. Unter der Annahme von erforderlichen 10% Eigenkapital verfügt 2005 die Hälfte der Steuerpflichtigen (50%-Perzentil) über genügend Eigenmittel um sich 50% der Eigentumsobjekte leisten zu können. 2012 waren es nur noch 42% aller Eigentumsobjekte. Diese Abnahme des Anteils erschwinglicher Objekte ist allein auf das

gestiegene Preisniveau zurückzuführen (siehe Grafik 10).

Ab Mitte 2012 müssen im Rahmen der Selbstregulierungsmassnahmen der Banken mindestens 10% des Belehnungswertes aus hartem Eigenkapital eingebracht werden. Zweiteinkommen sind ab 2014 zudem für die Tragbarkeitsrechnung nur anrechenbar, wenn beide Hypothekendarsteller eine Solidarschuldnerschaft bilden. In der bisherigen Praxis konnte der gesamte geforderte Eigenkapitalbedarf von 20% des Kaufpreises mit dem Bezug von Vorsorgegeldern gedeckt werden – was auch rege genutzt wurde. In unserem Beispiel reduziert sich durch eine Verschärfung der Eigenmittelvorschriften auf 10% der Anteil erschwinglicher Eigentumsobjekte auf 9% (siehe Grafik 10). Oder anders ausgedrückt: Für die Hälfte der Steuerpflichtigen sind 91% aller Objekte nicht (mehr) finanzierbar.

Grafik 10: Preisniveau und Eigenkapitalanforderungen reduzieren Eigentümerpotenzial

Anteil Eigentumsobjekte die bzgl. Eigenkapital für Steuerpflichtige in Frage kommen



Quelle: SRED, Statistik Kanton Luzern, Raiffeisen Research

Ebenfalls im Rahmen der Selbstregulierung der Banken gilt seit September 2014 das Niederstwertprinzip. Dieses hat zur Folge, dass für den Belehnungswert nur der tiefere Wert aus der Preisschätzung einer Immobilie seitens der Bank und dem effektiv bezahlten Kaufpreis herangezogen wird. Eine allfällige Differenz muss mit Eigenmitteln aufgestockt werden. Gerade überzahlte Liegenschaften oder Spekulationsobjekte werden so unattraktiv – irrationalen Preissteigerungen wird entgegengewirkt.

Weiter wurde 2013 der antizyklische Kapitalpuffer bei 1% aktiviert. Banken müssen demnach 1% der risikogewichteten Positionen mit Eigenkapital unterlegen. Das bedeutet für Banken konkret: Bilanzpositionen werden mit einem Risikogewicht multipliziert. Für Hypotheken beträgt dieses normalerweise 35%. Vergibt eine Bank eine Hypothek über 1 Mio. CHF, muss sie dafür 1% von 35%, sprich 3'500 CHF, an zusätzlichen Eigenmitteln hinterlegen. Hypotheken mit einem Belehnungsgrad von über 80% werden mit einem Risikogewicht von 100% multipliziert. In diesem Fall muss

die Bank also das Dreifache an Eigenmitteln hinterlegen, nämlich 10'500 CHF.

2014 trat eine Erhöhung auf 2% in Kraft. Somit müssen Banken neu, 7'000 CHF bzw. 21'000 CHF an zusätzlichen Eigenmitteln aufbringen. Insgesamt haben sich damit die Kosten der Kreditvergabe für die Banken erhöht. Diese Kosten konnten in Anbetracht des nochmaligen allgemeinen Zinsrutsches allerdings weitgehend an die Kunden weitergegeben werden.

Tabelle 7: Regulierungen Immobilienmarkt, 2012-2014

Einführung	Massnahme	Bewertung
Juli 2012	Neue Mindestanforderungen bei Hypothekendarfinanzierungen <ul style="list-style-type: none"> • Amortisationspflicht innert 20 Jahren auf 2/3 des Belehnungswertes • Einführung hartes EK von 10% 	++ +++
September 2013	Aktivierung antizyklischer Kapitalpuffer auf 1%	+
Juni 2014	Erhöhung antizyklischer Kapitalpuffer auf 2%	+
September 2014	Verschärfung neue Mindestanforderungen bei Hypothekendarfinanzierungen <ul style="list-style-type: none"> • Amortisationspflicht innert 15 Jahren linear auf 2/3 des Belehnungswertes • Einführung Niederstwertprinzip • Zweiteinkommen nur im Falle einer Solidarschuldnerschaft anrechenbar 	+++ + +

+ geringer Einfluss
++ mittlerer Einfluss
+++ grosser Einfluss

Quelle: Raiffeisen Research

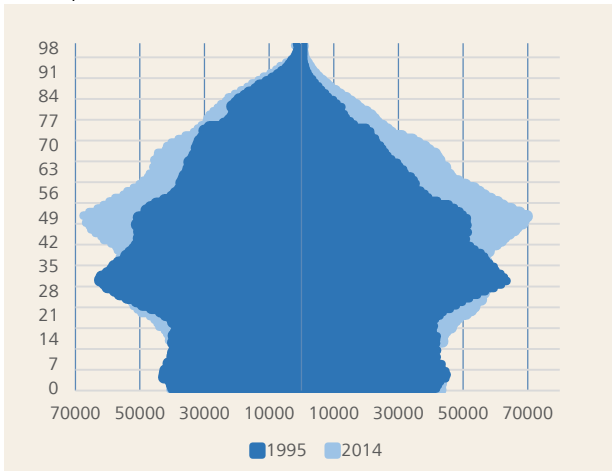
Demographische Entwicklungen verstärken die Nachfragesättigung

Die regulatorischen Massnahmen wirken unmittelbar, langfristig tragen vor allem demographische Entwicklungen zur Nachfragesättigung bei. In den Geburtsstunden des Wohneigentumsboom Mitte der 1990er-Jahre kamen die geburtenstarken Jahrgänge ins wohneigentumsfähige Alter. Das Nachfragepotenzial war immens. Dieses erschöpft sich zusehends. Der Megatrend demographische Alterung wird sich in den kommenden Jahren immer stärker im gesamtwirtschaftlichen Gefüge niederschlagen, wobei dessen Auswirkungen auch vor dem Immobilienmarkt nicht Halt machen.

Ein Blick auf die Alterspyramide veranschaulicht diesen Wandel eindrücklich. Diese ist längst schon mehr ein Pilz. Die älteren Alterskohorten wachsen überproportional. 2024 wird die Gruppe der über 55-jährigen die grösste Altersgruppe ausmachen. Von dieser wird sicherlich keine Dynamik mehr am Wohneigentumsmarkt entfacht, im Gegenteil (siehe Grafik 11 und 12).

Grafik 11: Alterspyramide Schweiz

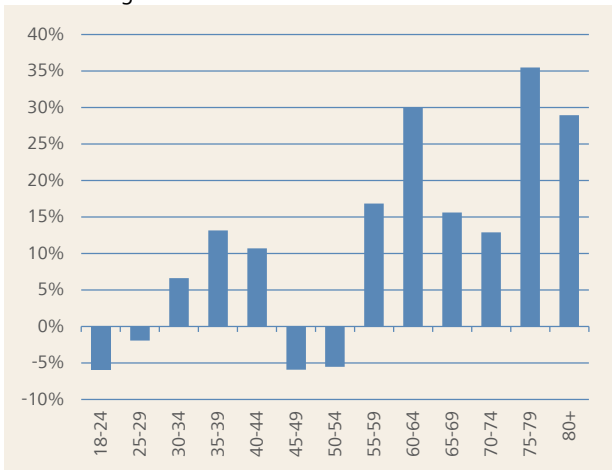
Alter in Jahren (y-Achse); Anzahl Personen (x-Achse). Links Frauen, rechts Männer



Quelle: BfS, Raiffeisen Research

Grafik 12: Tendenzen der Bevölkerungsentwicklung, 2015-2024

Veränderung von Alterskohorten



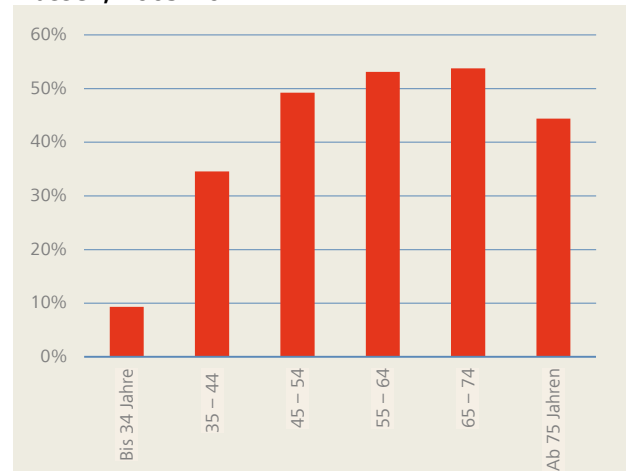
Quelle: BfS, Raiffeisen Research

So erfolgt der Erwerb von Wohneigentum typischerweise im Alter von 35 bis 55 Jahren. Er ist eng verknüpft mit der Anpassung der Wohnbedürfnisse an die jeweilige Lebensphase und die Einkommens- und Vermögenssituation. Beide Grössen verändern sich im Lebenszyklus stark. Bei den über 55-jährigen steigt der Wohneigentümeranteil nur noch geringfügig, wobei dieser Anstieg vorwiegend auf den Erwerb von StWE zurückzuführen sein dürfte. Bei den über 75-jährigen sinkt der Anteil Wohneigentümer sukzessive (siehe Grafik 13).

Die Nachfrage nach EFH hat vor diesem Hintergrund ihren Zenit überschritten. Auch der anhaltende Trend der "Reurbanisierung" bewirkt, dass junge Leute in der Phase der Familiengründung zunehmend Mietwohnungen (MWG) oder StWE-Wohnungen dem EFH vorziehen. Dieser nachlassenden Nachfrage stehen aufgrund von Verschiebungen in der Altersstruktur bis 2024 schätzungsweise rund 80'000 EFH, mit oft alter und nicht mehr zeitgerechter Bausubstanz sowie unattraktiver Lage gegenüber. Für StWE spricht neben der baulichen Verdichtung auch die demographische Ent-

wicklung. Doch auch hier deutet sich die demographische Konsolidierung ab.

Grafik 13: Anteil Wohneigentümer nach Altersklassen, 2009-2011



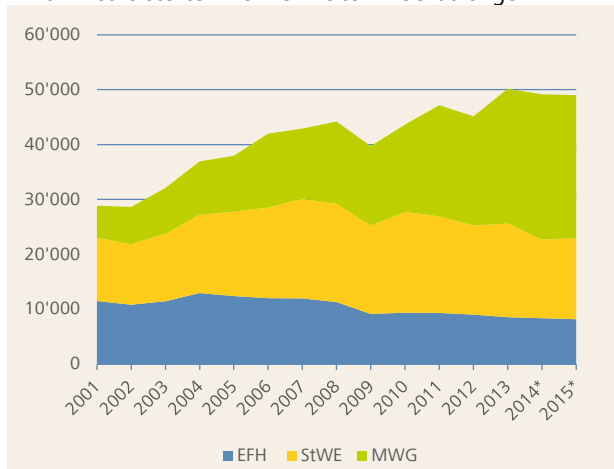
Quelle: BfS, Raiffeisen Research

Flexibilität des Marktes wirkt stabilisierend

Des Weiteren zeigt der Markt die Fähigkeit zur Anpassung an die sich verändernde Nachfrage. Dies ist entscheidend, da andernfalls Änderungen im Nachfrageverhalten zu starken Preisbewegungen bei Immobilien führen können. Dem im Abbau befindlichen Nachfrageüberhang folgend zeichnet sich seit einigen Jahren eine Verschiebung vom Wohneigentums- ins Mietwohnungssegment ab. Die jährliche Produktion von EFH nimmt zahlenmässig seit 2004 kontinuierlich ab. Auch die Produktion von StWE sinkt seit längerem, wobei nur 2012, aufgrund der Annahme der Zweitwohnungsinitiative, ein kurzer Zunahme-Boom zu verzeichnen war. Für das laufende Jahr rechnen wir mit dem Bau von rund 14'000 StWE-Einheiten und rund 7'500 EFH, was seit der Jahrtausendwende für das Wohneigentumssegment einem neuen Tiefstwert gleichkommt. Während 2001 rund 23% der neu erstellten Wohneinheiten Mietwohnungen waren, waren es 2013 rund 54% (siehe Grafik 14). Daten zu Bausuchen und Baubewilligungen deuten generell auf eine Fortsetzung dieser Entwicklung hin. Diese Anpassung trägt dazu bei, dass sich Angebot und Nachfrage im Wohneigentumssegment zunehmend angleichen. Von einem drohenden Überangebot kann somit nicht die Rede sein, zumal die Bevölkerung weiter kräftig wächst.

Grafik 14: Verschiebung der Produktion ins Mietwohnungssegment

Anzahl neu erstellter Wohneinheiten. * Schätzungen

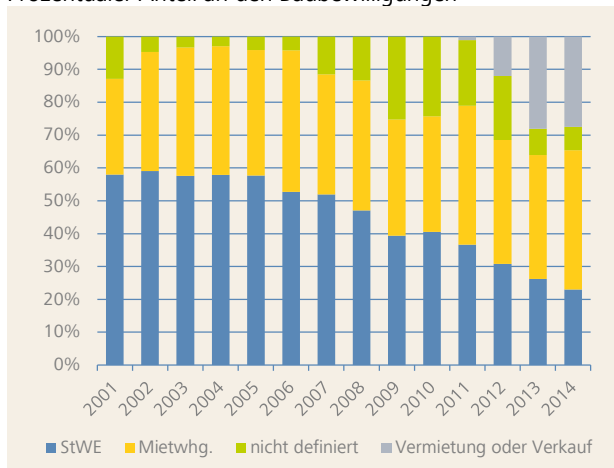


Quelle: BFS, Docu Media (Auswertung Meta-Sys AG), Raiffeisen Research

Die Marktsättigung im Eigentum erzeugt eine erhöhte Flexibilität auf Seiten der Immobilieninvestoren. Drohenden Absatzschwierigkeiten bei StWE-Projekten begegnen sie mit einer Diversifikationsstrategie. Um Änderungen im Nachfragemuster besser verkraften zu können, legen sie sich immer später fest, ob und wie viele Miet- oder StWE-Objekte sie in Überbauungen erstellen wollen.

Grafik 15: Erhöhte Flexibilität der Investoren bei MFH-Projekten

Prozentualer Anteil an den Baubewilligungen



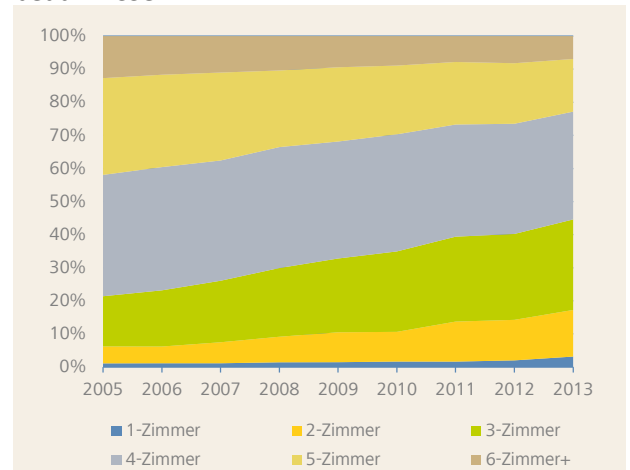
Quelle: Docu Media (Auswertung Meta-Sys AG), Raiffeisen Research

So lag 2014 der Anteil geplanter Wohnungen bei Mehrfamilienhaus-Projekten (MFH) mit unbekanntem Verwendungszweck bei 34%. Dieser Anteil hat über die Jahre sukzessive zugenommen (siehe Grafik 15). Bei Absatzschwierigkeiten besteht so die Möglichkeit StWE-Wohnungen auch zur Miete anzubieten, was letztlich das Risiko erhöhter Leerstände im Wohneigentumssegment zusätzlich reduziert.

Im Mietwohnungssegment ist zudem eine graduelle Anpassung an die Nachfrage zu beobachten. Die nicht nur hierzulande fortschreitende Pluralisierung und Individualisierung der Lebensstile, in Verbindung mit der demographischen Alterung, führt zu einer erhöh-

ten Nachfrage nach kleineren Wohnungen. Vor diesem Hintergrund sind gerade 2-3 Zimmerwohnungen besonders gefragt. Während 2005 der Anteil 1 bis 3-Zimmerwohnungen noch rund 21% der Gesamtproduktion betrug, waren es 2013 bereits rund 45%. Dieser erhöhte Anteil ging vor allem auf Kosten der 5- und 6+-Zimmerwohnungen (siehe Grafik 17).

Grafik 16: Anpassung der Produktion an Wohnbedürfnisse

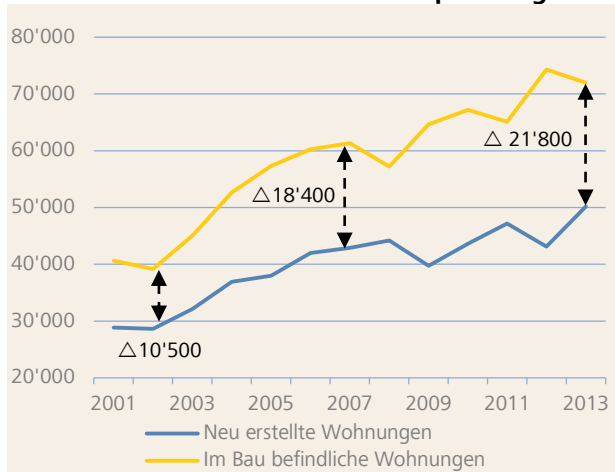


Quelle: BFS, Raiffeisen Research

Neben dieser Anpassung des Angebots stützt auch die zahlenmässige Angebotsausweitung unser Szenario einer sanften Landung. Obschon viel von einem veritablen Bauboom gesprochen wird, ist das aktuelle Niveau der Neubautätigkeit angesichts des starken Bevölkerungswachstums und der tiefen Leerstände moderat. So liegt die Anzahl neu erstellter Wohneinheiten seit 2006 zwischen 40'000 und 47'000. Eine deutliche Steigerung ist nicht möglich, da die Bauwirtschaft seit Jahren an der oberen Kapazitätsgrenze produziert. Trotz vollen Auftragsbüchern, ist die Branche nicht in der Lage oder nicht willens, die Produktion massiv auszuweiten. Dies zeigt sich an der seit Jahren stetig steigenden Differenz zwischen neu erstellten und im Bau befindlichen Wohneinheiten (Grafik 17).

Dieser Rückstau sorgt dafür, dass die Wohnungsproduktion noch bis ins Jahr 2016 hoch bleiben wird. Für das Jahr 2015 rechnen wir mit einer Produktion von insgesamt rund 49'000 neuen Wohneinheiten (siehe Grafik 14 und 17). Aufgrund der Negativzinsen, welche einen hohen Anlagedruck verursachen, werden insbesondere MWG als Anlageklasse weiterhin stark gefragt sein. Dadurch dürften zusätzliche Projektentwicklungen angestossen werden. Aufgrund der Kapazitätsgrenzen ist jedoch auch in Zukunft nicht mit einer markanten Erhöhung der jährlich auf den Markt kommenden Anzahl Wohneinheiten zu rechnen.

Grafik 17: Bauwirtschaft an der Kapazitätsgrenze



Eine jährliche Angebotsausweitung dieser Grössenordnung kann vom Markt auch über mehrere Jahre absorbiert werden. Basierend auf dem zu erwartenden absoluten Bevölkerungswachstum lässt sich in Verbindung mit der Abnahme der durchschnittlichen Haushaltsgrösse eine Absorptionsfähigkeit von 43'000 bis 48'000 Wohneinheiten pro Jahr schätzen. Dies zeigt, dass in absoluten Zahlen in keiner Weise von einem Auseinanderklaffen von Angebot und Nachfrage gesprochen werden kann.

Gesamtschweizerisch werden demnach die aktuelle und die zu erwartende Neubauproduktion nicht zu einem Überangebot führen, was unser Szenario einer sanften Landung zusätzlich stützt. Mittelfristige lokale Marktungleichgewichte sind dabei jedoch nicht auszuschliessen. Eine hohe Bautätigkeit erfolgt aktuell teils auch an Lagen mit beschränktem Nachfragepotenzial. Hier muss mit zunehmenden Absorptionsschwierigkeiten gerechnet werden, was kleinräumige lokale Preiskorrekturen nach sich ziehen wird. Aufgrund des beschränkten Ausmasses solcher Korrekturen und des kleinen Gewichts dieser Regionen, dürften lokale Entwicklungen den Schweizer Immobilienmarkt jedoch nicht in Schräglage versetzen.

5 Zu guter Letzt

Die historische Dimension des Wohneigentumsbooms ist unbestritten. Und sie erklärt viel. Die globale Zinskonvergenz, das grosse Wohnbauförderungsprogramm in der Schweiz, die Finanzkrise und in deren Folge noch tiefere Zinsen ebneten den Weg dazu. Doch allmählich werden – rein soziodemographisch bedingt – Sättigungserscheinungen spürbar und die neu verabschiedeten Regulierungen dem Markt einen zusätzlichen Dämpfer verpassen. Das wird aber nur sehr langsam spürbar werden. Noch sind die Zinsen das Lockmittel Nummer eins im Markt. So lange noch kein breiter Konsens bezüglich einer Marktabkühlung herrscht, werden die Crash-Propheten die Schlagzeilen besetzt halten.

Das Wichtigste sei an dieser Stelle nochmals ausdrücklich betont. Wir sprechen in dieser Studie ausschliesslich vom Markt für selbstgenutztes Wohneigentum, namentlich von Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen, welche von den Hypothekarschuldnern selbst bewohnt werden, und nicht vom heiss laufenden Markt für Renditeliegenschaften. Geht man im Weiteren von der vorsichtigen Schätzung aus, dass die Tragbarkeit bis zu einem Zinsniveau von 4% für die Schweizer Haushalte kein Problem darstellt, verfliegt die Crashangst vielleicht etwas. Wer von einem Crash spricht, kann folglich nur zwei mögliche Ursachen dafür orten. Erstens einen übermässigen und vor allem extrem raschen Zinsanstieg um drei, vier Prozentpunkte oder zweitens Eigenheimbesitzer, die über ihre Verhältnisse leben und dazu vielleicht noch überdurchschnittlich hoch fremdfinanziert sind.

Märchen vom isolierten Zinsschock

Stets bemühen die notorischen Warner die Preisentwicklung oder einen möglichen Zinsschock als Ursache des potenziellen Crashes. Zu den Mängeln der isolierten Preisbetrachtung haben wir uns ausführlich geäussert. Bei einem markanten Zinsanstieg werden Preiskorrekturen befürchtet und das Risiko unzähliger Kreditausfälle gefährlich hoch eingeschätzt. Diese Sichtweise ist jedoch bei genauerem Hinsehen wenig verständlich. Damit es zum besagten Immobiliencrash käme, müssten die Zinsen innert kürzester Zeit massiv steigen, was angesichts der vielen global ungelösten, strukturellen wie konjunkturellen Probleme unmöglich ist. Die Welt – denn es geht gar nicht um die Schweiz, die ihre Zinsen ohnehin nicht isoliert vom globalen Umfeld anpassen kann – könnte einen solchen Zinsschock nie und nimmer verkraften. Bevor es in der Schweiz zu breiten Zwangsversteigerungen von selbstgenutztem Wohneigentum käme, müsste man wahrscheinlich eher den einen oder anderen Staatshaushalt umschulden. Vor diesem Hintergrund ist die auf 5% angesetzte Tragbarkeitsschwelle eine hervorragende Versicherung mit sehr, sehr grosser Marge.

Falls die Marktzinsen in der Schweiz aber doch irgendwann in weiter Zukunft wieder einmal vier oder fünf Prozent betragen sollten, dann wird auch dies

kein rein schweizerisches Phänomen sein. Dann würde zumindest in Europa, wahrscheinlich aber sogar weltweit, Hochkonjunktur und Vollbeschäftigung am Arbeitsmarkt herrschen und die Inflation aus dem Ruder geraten sein. Ein genauso undenkbares Szenario wie der Zinsschock.

Misstrauen

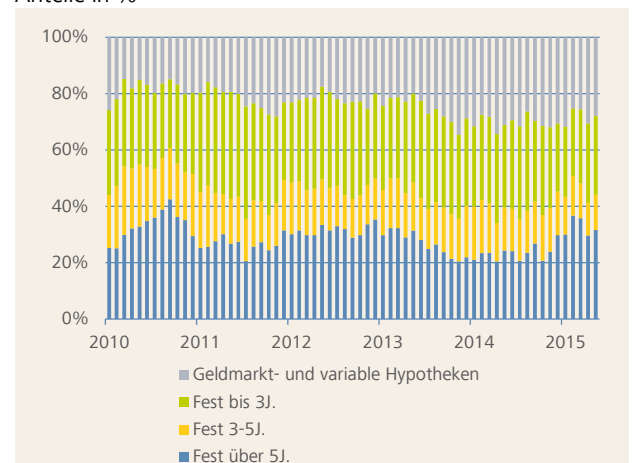
Auch die SNB und die Finanzmarktaufsicht (FINMA) mahnen laufend vor den Risiken auf dem Schweizer Hypothekemarkt. Das impliziert indirekt ein gewisses Quäntchen Misstrauen, gegenüber den beteiligten Akteuren – den Banken und den Kreditnehmern – oder gegenüber dem Markt allgemein.

Richtet sich das Misstrauen gegen die Banken, müsste davon ausgegangen werden, dass Kreditprüfungen zu wenig sorgsam durchgeführt, maximale Belehnungsgrenzen nicht eingehalten und zu hohe Bewertungen bei der Belehnung der Objekte verwendet werden – und dies flächendeckend und systematisch. Von einer insgesamt mangelhaften Kreditprüfung kann jedoch nicht die Rede sein. Insbesondere nimmt der Anteil neu vergebener Hypotheken, bei welchen der Belehnungsgrad 80% übersteigt, seit geraumer Zeit stetig ab.

Gilt das Misstrauen den Kreditnehmern, spräche man ihnen eigenverantwortliches Handeln und eine realistische Einschätzung der eigenen finanziellen Möglichkeiten ab oder unterstellt ihnen spekulative Motive. Doch jeder Haushalt weiss, dass die Tragbarkeit mit dem kalkulatorischen Zinssatz von 5% gemessen wird. Und solange die Hypothek, wenn auch vielleicht mit grösserem Einsatz, bedient werden kann, spielen Wertebussen der Liegenschaft für den Eigentümer keine entscheidende Rolle.

Grafik 18: Neuabschlüsse nach Hypothekenart und Laufzeit

Anteile in %



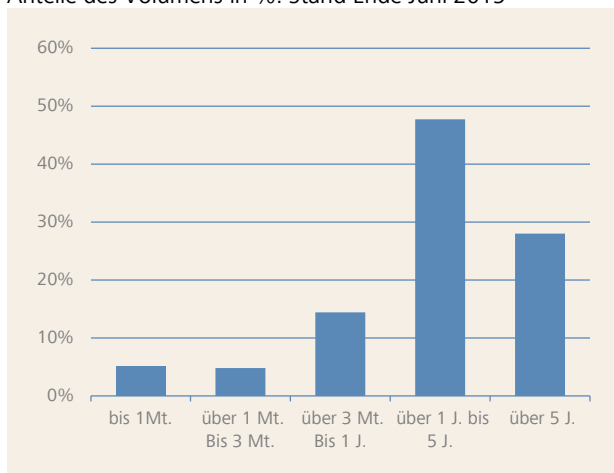
Quelle: SNB, Raiffeisen Research

Unbegründete Skepsis

Höhere Zinsen werden zudem nie flächendeckend und sofort auf die Budgets aller Schuldner durchschlagen, da viele mittels Festhypotheken refinanziert sind. Ein Blick auf die Verteilung der Neuabschlüsse nach Hypothekenart verdeutlicht dies. Trotz leichter Zunahme der Geldmarkthypotheken in den letzten Jahren, dominieren Festhypotheken nach wie vor den Hypothekarmix. Insbesondere der Anteil von Festhypotheken mit einer Laufzeit bei Neuabschluss von über 5 Jahren liegt seit 2010 im Mittel bei rund 30% (siehe Grafik 18). Und was noch viel wichtiger ist: Über 70% der Neuhypotheken werden über eine feste Laufzeit abgeschlossen.

Grafik 19: Restlaufzeiten ausstehender Hypothekarforderungen

Anteile des Volumens in %. Stand Ende Juni 2015



Quelle: SNB, Raiffeisen Research

Auch im Hypothekarbestand tragen unterschiedliche Restlaufzeiten ausstehender Hypothekarforderungen dazu bei, dass die negativen Auswirkungen höherer Zinsen bei der Refinanzierung auf verschiedene Horizonte verteilt werden. So muss rund 14% des Hypothekarvolumens (Stand Ende Juni 2015) innert der nächsten 3-12 Monate refinanziert werden. Bei rund 47% steht diese Refinanzierung erst in 1-5 Jahren an (siehe Grafik 19). Diese Diversifikation des Hypothekarbestandes auf verschiedene Laufzeiten ist zweifellos eine Sicherheitsmarge – nicht gegen einen Zinsschock, aber gegen einen "normalen" Zinserhöhungsrythmus in einem prosperierenden gesamtwirtschaftlichen Umfeld. Ein Umfeld, in dem notabene auch die privaten Einkommen steigen.

HERAUSGEBER

Raiffeisen Schweiz, Economic Research
Chefökonom Martin Neff
Brandschenkestrasse 110d, CH-8002 Zürich
Tel.: 044 226 74 58
E-Mail: economic-research@raiffeisen.ch

TEAM

Michael Kunz
Ökonom
Tel.: 044 226 74 15
E-Mail: michael.kunz@raiffeisen.ch

Christoph Vonwiller
Ökonom
Tel.: 044 226 74 17
E-Mail: christoph.vonwiller@raiffeisen.ch

Dr. Lukas Seger
Ökonom
Tel.: 044 226 74 16
E-Mail: lukas.seger@raiffeisen.ch

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.