



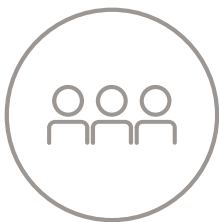
Sonderstudie

## Der ausgeträumte Traum der eigenen vier Wände



### **Herausgeber: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft**

Raiffeisen Economic Research  
Martin Neff  
Chefökonom  
The Circle 66  
8058 Zürich-Flughafen



### **Autoren**

Michel Fleury  
Francis Schwartz

[economic-research@raiffeisen.ch](mailto:economic-research@raiffeisen.ch)



### **Weitere Raiffeisen-Publikationen**

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren.

[Direkt-Link zur Website](#)



### **Editorial**

**4**



### **Der Wohneigentumsmarkt im Zeitraffer**

**6**



### **Platzt die Blase?**

**12**



### **Nebenwirkungen der Preisentwicklung**

**19**



### **Was bringt die Zukunft?**

**26**



### **Anhang**

Gemeindetypen und Regionen  
Verwendete Abkürzungen

**28**

**29**

Liebe Leserinnen und Leser

Mittlerweile sind bereits sechs Jahre seit der Veröffentlichung unserer aufsehenerregenden Studie „20 Jahre Wohneigentumsboom“ vergangen. Die meisten unserer damaligen Prognosen haben sich bewahrheitet. Dennoch ist es höchste Zeit für ein Update, denn auch am Immobilienmarkt hat sich in den letzten Jahren sehr viel getan. So mussten wir uns, von den Covid-Wirren einmal abgesehen, mit den Folgen der langanhaltenden, ultraexpansiven Geldpolitik der Notenbanken abfinden. Historisch tiefe Finanzierungskosten für Eigenheime und eine regelrechte Kapitalflucht institutioneller Anleger in den Immobiliensektor haben den Markt ordentlich aufgemischt. Vieles ist seit dem Jahr 2015 aber auch unverändert geblieben. Es vergeht beispielsweise kaum eine Woche, in der wir nicht mit Schlagzeilen über neue Eigenheimpreisrekorde und eine Überhitzung des Marktes bombardiert werden. Wie bereits vor sechs Jahren werden Medien, Nationalbank und Regulator nicht müde, vom Ende der Preissteigerungen und von bald fälligen Korrekturen am Markt zu warnen. Wir wagen bereits hier eine Prognose: Die Warnrufe werden künftig nicht leiser werden und uns auch noch die nächsten Jahre begleiten.

### **20 Jahre ungebremsster Preisanstiege**

Das Platzen einer durch Spekulation und laxen Finanzierungspraxis getriebenen Immobilienblase stürzte die Schweiz zu Beginn der 1990er Jahre bekanntlich in eine lange und tiefe Rezession. Immobilienmarkt, Bauwirtschaft und Bankensektor kamen ordentlich unter die Räder. Nach schmerzhaften, dringend nötigen Strukturreformen setzte kurz vor der Jahrtausendwende dann aber ein regelrechter Wohneigentumsboom ein. Ein beachtliches Wirtschaftswachstum, eine starke Zuwanderung und die Eigentumsfähigkeit breiter Bevölkerungsschichten schickten die Immobilienpreise auf einen beispiellosen Wachstumskurs. Dank einer relativ robusten Volkswirtschaft konnten selbst die schweren globalen Finanz- und Wirtschaftskrisen zu Beginn des neuen Millenniums der Preisentwicklung nichts anhaben. Historisch tiefe und immer weiter sinkende Finanzierungskosten trieben dabei die Nachfrage. Selbst mehrere regulatorische Verschärfungen konnten ihr bisher nichts anhaben. Gefördert wird der bis heute anhaltende Preisschub durch ein immer knapper werdendes Angebot. Selbst während der Coronapandemie zeigen sich die Immobilienpreise völlig unbeeindruckt von den historisch einzigartigen ökonomischen und gesellschaftlichen Verwerfungen.

### **Wann platzt die Blase endlich?**

Die durch eine ultraexpansive Geldpolitik getriebene Vermögenspreisinflation hat offensichtlich ihre Spuren auch am Schweizer Immobilienmarkt hinterlassen. Dass im Umfeld von bereits stark aufgeblähten Realwertpreisen, die Rekordjagd am Eigenheimmarkt ungebremsst weiter geht, ist in der öffentlichen Debatte immer wieder Anlass, eine baldige Korrektur herbeizuschreien. Hilfreich, um die tatsächliche Situation am Eigenheimmarkt einzuschätzen, sind solche Warnungen, die auf der isolierten Betrachtung einzelner Marktindikatoren beruhen, jedoch nie. So sagt das absolute Preisniveau isoliert betrachtet sehr wenig über den Zustand und allfällige Gefahren am Markt aus. Die Sache ist, wie immer, viel komplizierter. Eine Vielzahl von Einflussfaktoren beeinflusst die Preisentwicklung und es gibt komplexe Wechselwirkungen mit anderen Märkten, welche die Dynamik der letzten Jahre teilweise deutlich relativieren. Auch wenn wir es heute wohl mit einer Immobilienblase zu tun haben, platzen wird diese nicht. Die hohen und weiter steigenden Preise für selbstgenutztes Wohneigentum sind noch immer fundamental erklärbar und nicht durch Spekulation getrieben.

### **Reiche profitieren, Normalbürger verlieren**

Nach mittlerweile 20 Jahren ungebremsster Preissteigerungen haben wir einen Punkt erreicht, an dem Wohneigentum für breite Bevölkerungsschichten unerreichbar geworden ist. Die mit den Preisen stark gestiegenen regulatorischen Finanzierungshürden sind für den Grossteil der Schweizer Haushalte aus eigener Kraft nicht mehr zu überwinden. Dies gilt vor allem für die kalkulatorische Tragbarkeit, welche beim heutigen Preisniveau nur noch sehr einkommensstarken Haushalten eine Eigenheimfinanzierung erlaubt. Wer nicht über viel Kapital verfügt oder über Erbschaften an welches gelangen kann, hat kaum realistische Aussichten, heute noch Eigentümer zu werden. Eine sich wandelnde Eigentümerstruktur und immer sichtbarere Ausweicheffekte sind die Folge. Die rein auf die Finanzmarktstabilität ausgerichteten Regulierungsmassnahmen haben damit zu durchaus problematischen, gesellschaftspolitischen Nebenwirkungen geführt. Jüngere und weniger wohlhabende Haushalte können nicht von den deutlich tieferen Wohnkosten im Vergleich zur Mietwohnung profitieren und ihnen wird der Zugang zu potenziellen Wertsteigerungen, wie sie Immobilien ermöglichen, verwehrt. Während bestehende Immobilienbesitzer und andere wohlhabende Haushalte stark von den Entwicklungen am Immobilienmarkt profitieren, werden grosse Teile der Schweizer Gesellschaft von diesem Markt einfach ausgeschlossen. Die Eigenheimmarktregulierung sorgt damit für einen verstärkten Vermögenstransfer von ungebildet zu gebildet, von jung zu alt, sowie von arm zu reich.

### **Der Wohneigentumsboom ist zu Ende**

2015 betitelten wir unsere Studie mit „20 Jahre Wohneigentumsboom“. Damals fasste dieser die Situation am Markt sehr gut zusammen. Nicht nur die Preise waren jahrelang gestiegen, auch die Eigentumsquote wuchs stetig an. Immer grössere Teile der Schweizer Bevölkerung wurden Wohneigentümer. Mitte der 2010-Jahre hat sich dieser Trend nun aber gedreht. Hohe Preise und regulatorische Hürden schränken das Eigentümerpotential mittlerweile massiv ein. Gleichzeitig sind käufliche Objekte sehr rar und wegen des Konkurrenzkampfs um das knappe Bauland, um welches sich neben Selbstnutzern und Eigenheimentwicklern auch institutionelle Anleger reissen, werden kaum neue Eigentumsobjekte gebaut. Der mittelständische Eigenheimtraum ist Opfer einer ultraexpansiven Geldpolitik, einer restriktiven Raumplanung und eines regulatorischen Umfelds mit singulärem Fokus auf Finanzmarktstabilität geworden. Am Eigenheimmarkt boomen heute nur noch die Preise.

An dieser Entwicklung wird sich so rasch auch nichts ändern. Wenig deutet daraufhin, dass sich in absehbarer Zukunft etwas am angespannten Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage ändert. Eine Verflüssigung von Bauland tut daher dringend Not. Denn anhaltend tiefe Zinsen werden auch künftig dafür sorgen, dass die wenigen zum Verkauf stehenden Eigentumsobjekte regen Absatz finden. Angesichts der unerwünschten gesellschaftlichen Nebenwirkungen dieser Entwicklung ist eine offene, unvoreingenommene öffentliche Diskussion über die Zukunft des Schweizer Wohneigentums dringend angesagt. Ohne starke politische Bemühungen und der Akzeptanz grösserer systemischer Risiken werden sich die aktuellen Entwicklungen einfach fortsetzen. Momentan scheint es aber noch bei allen relevanten Akteuren am Willen für tatsächliche Veränderungen zu fehlen, sodass Wohneigentum künftig sogar noch mehr zum Privileg wird.

Wir wünschen eine anregende Lektüre!

# Der Wohneigentumsmarkt seit 1985 im Zeitraffer

**Die Geschichte des Marktes für Wohneigentum lässt sich seit Mitte der 80er in sieben historische Phasen einteilen. Der kompakte Überblick über die Vergangenheit des Marktes fördert spannende Erkenntnisse zutage und hilft, die heute herrschende Marktsituation zu verstehen und einzuordnen.**

Die Immobilienmarkt-Krise zu Beginn der 1990er-Jahre stürzte die Schweiz in eine lange Rezession. Angesichts der rekordhohen und mitten in der grössten gesellschaftlichen Krise der jüngeren Geschichte (Corona) mit beschleunigter Dynamik steigenden Eigenheimpreise wird die Frage, ob wir es heute wieder mit einer Immobilienblase zu tun haben, intensiv diskutiert. Derweil zeigen sich Jahr für Jahr immer ausgeprägter die Auswirkungen der tiefzinsinduzierten, kontinuierlich weiter steigenden Vermögens- und Immobilienpreise. Der Traum vom Wohneigentum bleibt für immer breitere Schichten unerfüllbar, die hohen Preise haben den bis Mitte der 2010er-Jahre anhaltenden Wohneigentumsboom gestoppt. Die Wohneigentumsquote geht seit ein paar Jahren wieder zurück. Nur noch die privilegierten Bevölkerungsgruppen können von den rekordtiefen Hypothekarzinsen und damit den tiefen Wohnkosten von Wohneigentum profitieren. Der nachfolgende Blick in die Geschichtsbücher hilft dabei, das heute herrschende Preisniveau zu erklären und aufzuzeigen, warum Wohneigentum, trotz der in der Verfassung verankerten Wohneigentumsförderung, wieder mehr und mehr zum Privileg wird. Wir haben dazu die Entwicklungen seit Mitte der 1980er Jahre bis heute in sieben kennzeichnende Phasen eingeteilt (vgl. Abbildung auf der nächsten Seite)

### **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

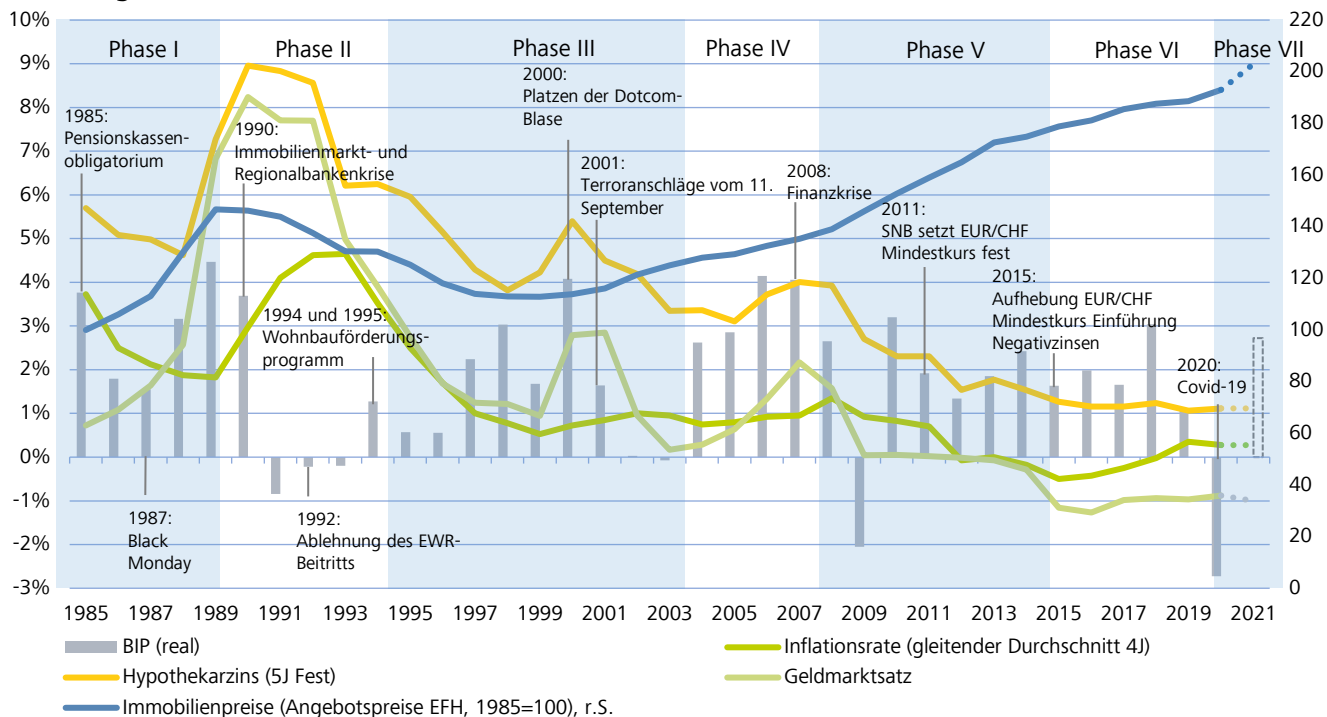
nach dem Börsencrash bleibt aus. Die tiefen Zinsen verleihen dem bereits florierenden Immobilienmarkt jedoch einen deutlichen Zusatzschub – mit weitreichenden Folgen: Ende der 1980er-Jahre steigen die Preise für Wohneigentum um mehr als 10% pro Jahr. Investoren spekulieren auf schnelle Renditen durch 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 die 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. 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. Auch weil sich Investoren davor scheuen Abschreibungen bei Projekten, in die sie bereits Kapital investiert haben, hinzunehmen. Doch mit der sich abschwächenden Konjunktur stürzt Mitte 1990 das

# Der Wohneigentumsmarkt im Zeitraffer

Abbildung 1: Die sieben Phasen des Immobilienbooms



Phasen des Immobilienbooms			Zinskonvergenz und Immobilienpreise	
			Durchschnittliche Hypothekenzinsen Raiffeisen	Durchschnittliches Jahreswachstum Preise Einfamilienhäuser (Minimum / Maximum)
Der Auftakt	<b>Phase I Überhitzung</b>	<b>1985 – 1989</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pensionskassenobligatorium (1985)</li> <li>Konjunkturboom (1985 – 1987)</li> <li>Börsencrash «Black Monday» (Oktober 1987)</li> <li>Rasche Erholung, erneuter Boom (ab 1987)</li> </ul>		5.5%	+ 10.0% ↑ 6.0% (1986) / 15% (1988)
	<b>Phase II Crash und Rezession</b>	<b>1990 – 1994</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Immobilienkrise und Regionalbankenkrise (1990)</li> <li>Tiefe Rezession (ab 1990)</li> </ul>		7.8%	- 2.3% ↓ -4.2% (1993) / 0.0% (1994)
Steigende Wohneigentumsquote Steigende Wohneigentumspreise	<b>Wohneigentumsboom ab 1994/1995</b>			
	<b>Phase III Stabilisierung und Startschuss</b>	<b>1995 – 2002</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verzögerte Erholung der Wirtschaft</li> <li>Strukturreformen: Fallende Bau- und Immobilienpreise, Boom der Generalunternehmen</li> <li>Wohnbau- und Wohneigentumsförderungsprogramm (1994/1995)</li> <li>Dotcom-Blase, 9/11, kurze Rezession</li> <li>Stabilisierung der Wirtschaft (ab 2003)</li> </ul>		4.5%	0.00% → -5.7% (1996) / 4.6% (2002)
	<b>Phase IV Globaler Boom</b>	<b>2003 – 2007</b>		
Sinkende Wohneigentumsquote	<b>Unerwünschte Nebenwirkungen</b>			
	<b>Phase V Regulierung als Krisenrezept</b>	<b>2008 – 2014</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Finanzmarktkrise (2008), Eurokrise (2011), Griechenlandkrise (2015)</li> <li>Verschärfte Anforderungen Hypothekendarlegung, Einführung Amortisationspflicht (2012)</li> <li>Einführung antizyklischer Kapitalpuffer (2013), Erhöhung (2014)</li> <li>Verschärfte Amortisationspflicht und Tragbarkeitsanforderungen, Niederstwertprinzip, (2014)</li> </ul>		3.7%	+ 3.7% ↑ 1.3% (2014) / 5.0% (2009)
	<b>Phase VI Negativzinsen und ihre Nebenwirkungen</b>	<b>2015 – 2019</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Einführung Negativzinsen und Aufhebung Euromindestkurs (Ende 2014)</li> <li>Überbordender Mietwohnungsboom ruft verschärfte Regulierungen auf den Plan (2019)</li> <li>Wohneigentum ist für die breite Bevölkerung nicht mehr tragbar</li> </ul>		1.2%	+ 1.5% ↑ 0.5% (2019) / 2.4% (2017)
	<b>Phase VII Stabilität in der Coronakrise</b>	<b>2020 – ?</b>		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Immobilienmarkt kommt unbeschadet durch die Krise, Nachfrage nach Wohneigentum steigt</li> <li>Aufhebung antizyklischer Kapitalpuffer</li> <li>Anhaltende Verhaltensveränderungen durch Pandemie? (Homeoffice, Homeshopping, etc.)</li> </ul>		1.1%	+ 3.7% ↑

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 Immobiliennachfrage 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 Finanzinstitute zusehends unter Druck setzt. Ein Druck, an dem schliesslich viele Regionalbanken zerbrechen. Den Auftakt der sogenannten Regionalbankenkrise 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 Bildfläche, 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 Bankenkommission belaufen sich die Abschreibungen fauler Immobilienkredite auf rund CHF 42 Mia., mehr als 10% des damaligen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Besonders stark schlagen der Preiszerfall und die Zahlungsausfälle bei Renditeliegenschaften und Bauland zu Buche. Bei selbstbewohnten Immobilien kommt es hingegen zu relativ wenigen Zwangsversteigerungen. Die privaten Haushalte sind in den meisten Fällen weiterhin in der Lage, die Hypotheken zu bedienen. 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 Zinsniveau 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 Wohneigentumsbooms (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 bis zur Jahrtausendwende. 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 Babyboomern sowie einer zunehmenden Einwanderung legt die stabile Basis für die Aufholjagd im Eigenheimmarkt. Gleichzeitig wurde Stockwerkeigentum erstmals schweizweit salonfähig. Zuvor war diese Wohnform nur im Wallis etwas verbreitet. Zusätzlich zu günstigen 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 unbekannten 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 ein 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: Regulierung als Krisenrezept (2008-2014)**

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 und müssen teilweise gar vom Staat gerettet werden. Die hiesige Volkswirtschaft kann den Einbruch jedoch vergleichsweise schnell verdauen, da im Immobiliensektor und in der Binnenwirtschaft insgesamt keine Übertreibungen korrigiert werden müssen – auch wegen der bereits eingeschlagenen Anpassungsprozesse nach der Immobilienkrise der 1990er Jahre. 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. Am Immobilienmarkt steigen die Preise, weil die Zinsen immer neue Rekordtiefststände markieren. 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, nicht in Sicht. Jetzt werden Banken und Regulatoren nach langem Zaudern aktiv und straffen die Zügel. Im Juli 2012 beschliessen die Banken, um ein Eingreifen der Finanzmarktaufsicht zu verhindern, im Rahmen von Selbstregulierungsmassnahmen strengere Mindestanforderungen bei der Hypothekar-

vergabe. So müssen künftige Wohneigentümer mindestens 10% des Belehnungswertes mit hartem Eigenkapital finanzieren. 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 Finma und 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, bleibt allerdings auch die Erhöhung des Kapitalpuffers mit äusserst bescheidener Wirkung auf das Marktgeschehen. Das nicht unumstrittene Instrument vermag die durch nochmals gefallene 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 amortisiert werden und zwar linear. 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.

### **Phase VI: Negativzinsen und ihre Nebenwirkungen (2015-2019)**

Die grossen Notenbanken fluten die Märkte weiter mit billigem Geld, um die Stabilität des Finanzsektors zu garantieren und ein Übergreifen der Krise auf die Realwirtschaft zu verhindern. Eine anhaltende globale Vermögenspreisinflation ist die Folge. Längst nicht nur Immobilien, sondern praktisch alle Vermögenswerte werden teurer. Durch die von der SNB im Dezember 2014 eingeführten Negativzinsen und deren nochmaligen Senkung im Januar 2015 tauchen die Hypothekarzinsen, nach einem nur vorübergehenden Anstieg, nochmals deutlich. Die Banken müssen trotz tiefer Zinsen bei der Hypothekervergabe weiter an kalkulatorischen Zinsen von 4.5-5% festhalten. Bei gleichzeitig nur noch moderat zulegenden Löhnen setzt dies der Nachfrage im

Eigenheimmarkt trotz attraktiver Finanzierungsbedingungen und damit einhergehender finanzieller Attraktivität radikale Grenzen. Der tiefzinsinduzierte Anlagenotstand institutioneller Investoren und das durch die Tragbarkeitsanforderungen beschränkte Nachfragepotential beim Wohneigentum führen zu einer verstärkten Verlagerung der Bautätigkeit in den Markt für Renditeliegenschaften. Der Mietwohnungsbau verdrängt den Bau von Eigenheimen mehr und mehr. Im Mietwohnungsmarkt wirken im Gegensatz zum Eigenheimmarkt bisher kaum regulatorische Hemmnisse auf die Preisentwicklung, auch weil sehr viele Investoren ohne Fremdkapital investieren. Nahezu jedes Projekt findet angesichts des verhältnismässig attraktiven Renditeprofils von Mietwohnungen Käufer. Vor allem Pensionskassen und Versicherungen erschliessen sich angesichts der negativen Renditen von festverzinslichen Anlagen mit vermehrten Investitionen in Betongold alternative Renditequellen. Die Leerstände steigen und steigen, in absoluten Zahlen erklimmen sie Rekordstände. Die Renditen von Immobilieninvestitionen sinken aufgrund der explodierenden Preise, steigenden Leerstandrisiken und steigendem Druck auf die Anfangsmieten auf ein bisher unvorstellbar tiefes Niveau stark ab. In der Folge verschiebt sich der Fokus des Regulators vom Eigenheimmarkt auf den Markt für Renditeliegenschaften, neu werden hier die grössten Risiken für das System verortet. Entsprechend wird nun da die Schraube angezogen. Bezüglich des Marktes für selbstgenutztes Wohneigentum scheint unter Marktbeobachtern hingegen der Konsens zu herrschen, wonach die steigenden Preise fundamental gerechtfertigt sind. Die Risiken auf ein Platzen einer Blase werden aufgrund der äusserst restriktiven Regulierung und des Fehlens eines spekulativen Elements gemeinhin als gering eingeschätzt. Die rückläufige Bautätigkeit im Eigenheimmarkt, sowie die grosse finanzielle Attraktivität von Wohneigentum im Vergleich zur Miete halten die Nachfrage im Markt aber weiter grösser als das Angebot. Daher steigen die Preise weiter, wenn auch merklich weniger dynamisch. Der Boom des Wohneigentumssegments geht ab 2015 nur noch bei den Preisen weiter. Die zuvor Jahrzehnte lang steigende Wohneigentumsquote geht dagegen aufgrund der immer stärker limitierenden Tragbarkeitsanforderungen zurück.

### Phase VII: Stabilität in der Coronakrise (2020 -??)

Die ab Anfang des Jahres 2020 grassierende Coronapandemie führt zu einem historischen Wirtschaftseinbruch. Die Aktienkurse brechen ein, innert weniger Wochen verliert der Schweizer Aktienmarkt ein Viertel seines Wertes. Der Markt für selbstgenutztes Wohneigentum zeigt sich dagegen von den Verwerfungen völlig unbeeindruckt, im Gegenteil, die zuletzt abgeschwächte Preisdynamik nimmt wieder deutlich an Fahrt auf. Auch die Aktienmärkte erholen sich schnell wieder von ihrem Schock. Die automatischen Stabilisatoren (Stichwort: Kurzarbeitsentschädigung) sowie das beherzte Eingreifen des Staates (Covid-Kredite, Covid-Erwerbsersatz, Covid-Härtefallzahlungen) in Kombination mit geöffneten Geldschleusen verhindern schlimmeres. Und lassen Immobilienbesitzer auf ein noch längeres Anhalten des Tiefzinsumfelds hoffen. Weiter hat der Bundesrat auf Antrag von SNB und Finma rasch die Aufhebung des antizyklischen Kapitalpuffers verfügt, um die Kreditvergabe der Banken auch während der Krise aufrecht zu erhalten. Der Gesetzgeber stufte

offenbar die Risiken durch die Pandemie plötzlich recht dramatisch ein und mass ihnen höheres Gewicht zu, als denjenigen im Immobilienmarkt selbst. Derweil führt die während der Pandemie vermehrt zuhause verbrachte Zeit zu einem verschärften Bewusstsein für die eigene Wohnsituation und weckt neue Begehrlichkeiten. Durch Home-Office und Home Shopping verlieren Lagen in den Grossstädten an Attraktivität. Die Wohnungsnachfrage verlagert sich in Gebiete peripherer Lagen nach dem dort stärker vertretenen Wohneigentum. Ein Ende des Tiefzinsumfeldes ist auch Ende 2021 noch nicht in Sicht. Auch wenn zuletzt vor allem in den USA aufgrund der erhöhten Inflationsraten in Folge der Wiedereröffnung der Wirtschaft über den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik diskutiert wird, mit einer Rückkehr auf stark erhöhte Zinsniveaus rechnet bis auf Jahre hinaus weiterhin kaum jemand. Damit bleibt der Aufwärtsdruck auf die Vermögenspreise, und damit auch auf die Immobilienpreise hoch.

# Platzt die Blase?

**Staatsschulden, Aktienkurse, Immobilienpreise, Hypothekarvolumen und Leerstände – die ultraexpansive Geldpolitik der Zentralbanken hat in den letzten Jahren so einiges aufgeblasen. Doch auch wenn wir es heute mit einer Immobilienblase zu tun haben, platzen wird diese nicht. Denn die hohen Preise für selbstgenutztes Wohneigentum sind fundamental erklärbar und nicht durch Spekulation getrieben.**

Die anhaltende Rekordjagd der Eigenheimpreise ist ein privat und in der Öffentlichkeit viel diskutiertes Thema. Kaum ein Tag vergeht an dem nicht ein Medienhaus über die Preisentwicklung am Immobilienmarkt berichtet. Auch die Finanzmarktaufsicht (FINMA) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) beobachten die Preisdynamik seit Jahren mit Argusaugen und warnen bei jeder neuen Rekordmeldung vor den Gefahren der hohen Preise. Fast immer fällt dabei das Wort «Blase» und die Berichte und Warnungen schüren die Angst, dass diese bald platzen könnte. In den meisten dieser Warnrufe wird die Preisentwicklung am Eigenheimmarkt jedoch völlig isoliert betrachtet. Die einseitige Betrachtung der Preisentwicklung bietet den sensationshungrigen Medien eine einfach verständliche, reisserische Story, die stets grosse Aufmerksamkeit garantiert. Auch die Regulatoren folgen dieser Logik des Alarms und versuchen sich mit einfachen Botschaften Gehör zu verschaffen. Mit anderen Indikatoren des Immobilienmarktes wird ähnlich unseriös und unverantwortlich umgegangen, in dem diese isoliert und aus dem Kontext gerissen interpretiert werden. Hilfreich, um die tatsächliche Situation am Eigenheimmarkt einzuschätzen, sind solche meist überzogenen Berichte und Warnungen, die auf der isolierten Betrachtung von Marktindikatoren beruhen, jedoch nie. Die absolute Höhe der Preise für selbstgenutztes Wohneigentum sagt nämlich überhaupt nichts über den Zustand und damit allfällige Gefahren am Markt aus. Die Sache ist, wie immer, kom-

plizierter. Eine Vielzahl von Einflussfaktoren beeinflusst die Preisentwicklung am Eigenheimmarkt und es gibt komplexe Wechselwirkungen mit anderen Märkten, welche die Dynamik der letzten Jahre teilweise deutlich relativieren. Im Gegensatz zu den unvollständigen Warnungen eignet sich das differenzierte Marktbild, welches sich aus vertieften Betrachtungen der Zusammenhänge ergibt, aber kaum für schnelle Schlagzeilen. Trotzdem wollen wir nachfolgend diese Zusammenhänge aufzeigen und damit zu einer Versachlichung der Diskussion beitragen. Haben wir es mit einer Blase zu tun, und wenn Ja, wird diese bald platzen? Die nachfolgenden 13 Erkenntnisse helfen bei der Einordnung.

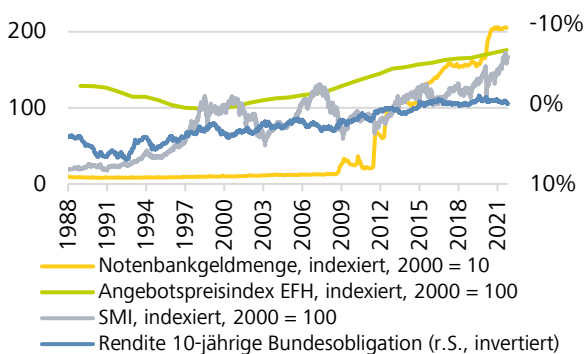
### Erkenntnis 1:

#### Tiefe Zinsen als Preistreiber Nummer eins

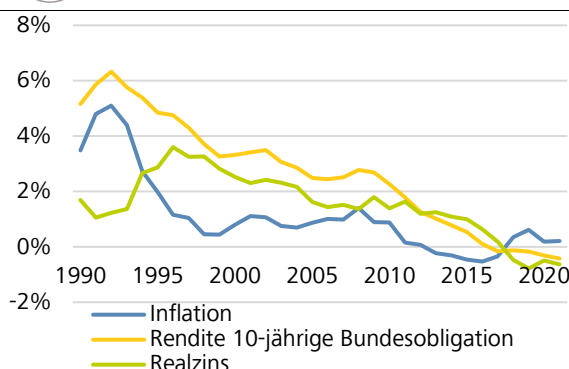
Die ultraexpansive Geldpolitik der Notenbanken ist der alles dominierende Faktor der Preisentwicklung der letzten zwei Jahrzehnte. Das in der Folge kontinuierlich sinkende weltweite Zinsniveau führte zu einer globalen Vermögenspreisinflation. Die Preise der meisten Vermögenswerte haben sich in der Folge aufgebläht. Wir haben es hierbei also nicht mit einem spezifischen Immobilienphänomen zu tun, sondern einer breiten Realwertteuerung. Damit tragen die grossen Notenbanken die Hauptverantwortung für die dynamische Preisentwicklung, vor der sie so beharrlich warnen. Die Entwicklungen an den Vermögensmärkten werden sozusagen als Kollateralschaden einer einseitig auf die Wechselkurs-



#### Zinsen, Geldmenge und Realwertpreise



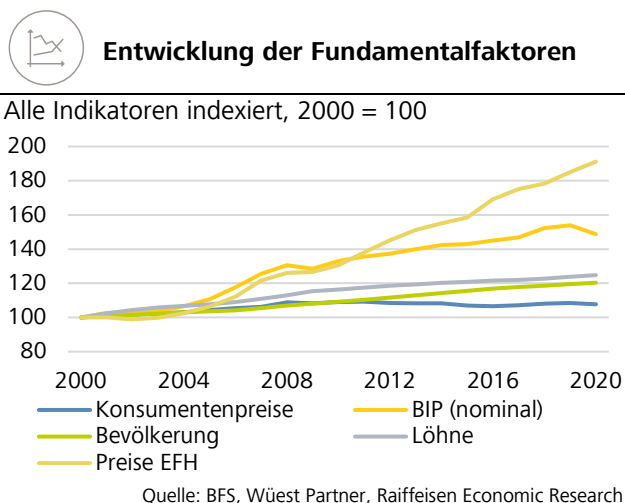
#### Sinkender Realzins



und Konsumpreisentwicklung ausgerichteten Geldpolitik in Kauf genommen. Einen künftigen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik müssten die Notenbanken äusserst langsam und vorsichtig einleiten. Das Platzen der zahlreichen Blasen (Staatsschulden, Vermögenspreise usw.), die sie selbst aufgeblasen haben, können und wollen sie sich nicht leisten. Zu gross wären die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen. Parallel zur Geldpolitik haben in den letzten zwei Dekaden aber auch anhaltende Megatrends, wie Digitalisierung, Globalisierung und die Alterung der grössten Volkswirtschaften, zu sinkenden Realzinsen geführt. Mit stark steigenden Zinsen oder gar einer Rückkehr auf Zinsniveaus, wie man sie aus der Vergangenheit kennt, rechnet auch vor diesem Hintergrund bis auf weiteres kaum jemand mehr, auch wenn zuletzt wieder häufiger über Inflation diskutiert wird.

### Erkenntnis 2: Für die Preisentwicklung gibt es eine Fülle fundamentaler Gründe

In den letzten 20 Jahren sind nicht nur die Immobilienpreise gestiegen. Trotz ständig neuer Krisen hat das Schweizer BIP in dieser Periode um 50% zugelegt. Auch die Löhne haben sich deutlich erhöht und liegen heute über 20% höher als vor 20 Jahren. Das intakte wirtschaftliche Umfeld führt zu einer höheren Nachfrage nach Immobilien. Gleiches gilt für die Bevölkerungsentwicklung. Heute lebt ein Fünftel mehr Menschen in unserem Land als zur Jahrtausendwende und es werden laufend mehr. Die Zuwanderung liegt immer noch auf hohem Niveau, genauso wie die Qualität der zuziehenden Arbeitskräfte. Alle diese Menschen benötigen Wohnraum. Weil die Haushalte gleichzeitig aufgrund des anhaltenden Individualisierungstrends und der Alterung der Gesellschaft immer kleiner werden, beanspruchen wir immer mehr Wohnungen und Wohnfläche pro



Kopf. Entsprechend nimmt die Nachfrage nach Wohnimmobilien überproportional zu.

Ein bedeutender Teil der Preissteigerung lässt sich also durch starke nachfragetreibende Fundamentalfaktoren erklären. Eine Entkoppelung der Immobilienpreise von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung ist erst ab dem Jahr 2009 zu beobachten. Sie fällt damit genau mit dem dann einsetzenden Geldmengenwachstum in Folge der expansiven Geldpolitik zusammen. (Vgl. Erkenntnis 1).

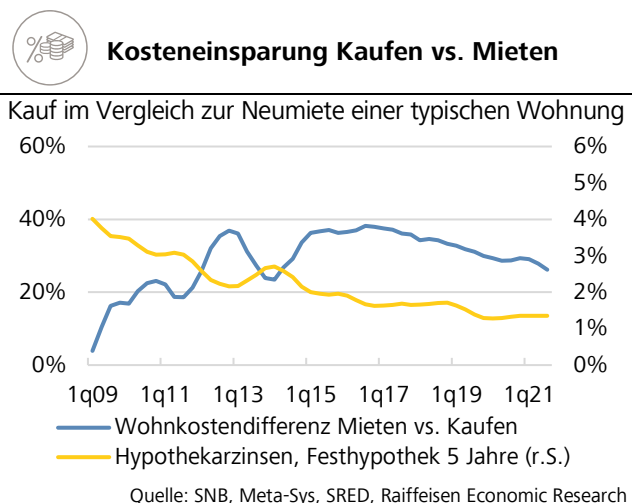
### Erkenntnis 3:

#### Wohneigentum ist viel günstiger als Mieten

Obwohl die Wohneigentumspreise stark gestiegen sind, haben die laufenden Kosten für Wohneigentümer in den letzten Jahren nicht zugenommen. Dies weil die durch die sinkenden Hypothekarzinsen eingesparten Finanzierungskosten die höheren Kaufpreise kompensieren. Durch die attraktiven Finanzierungsbedingungen wurde Wohneigentum im Vergleich zum Wohnen in einer Mietwohnung finanziell laufend attraktiver. Denn die Mieten haben bis Mitte des letzten Jahrzehnts gleichzeitig weiter zugenommen. Über 25% Wohnkosten kann heute sparen, wer anstelle einer Mietwohnung in ein vergleichbares Eigenheim zieht. Dieser Kostenvorteil befeuert die Nachfrage nach Wohneigentum. Wer kann, der kauft. Solange die Zinsen nicht stark ansteigen wird dies auch so bleiben, denn die Mieten sinken zwar, aber nur langsam. Darum wird es ohne Zinsanstieg noch lange dauern bis sich die Wohnkosten beider Märkte einander angleichen.

### Erkenntnis 4: Sinkende Margen lassen Hypothekarzinsen zusätzlich sinken

Nicht nur das allgemeine Zinsniveau lässt die Hypothekarzinsen purzeln. Hinzukommt, dass die Margen der Hypothekargeber immer mehr unter Druck geraten.



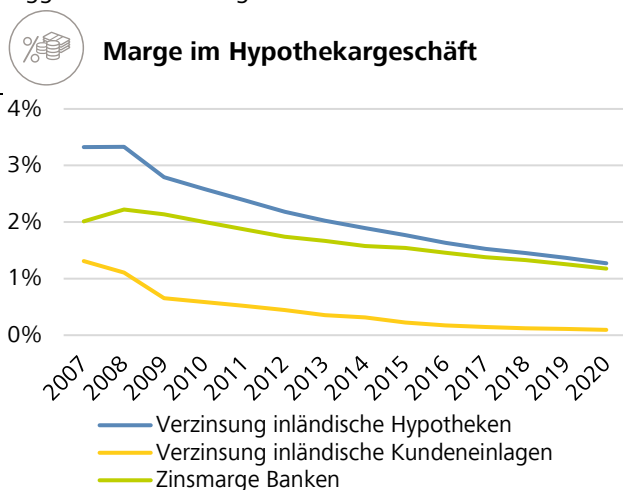


Neue Player, wie Hypothekarvermittler, Pensionskassen oder Versicherer drängen immer stärker in den Hypothekarmarkt und führen zu verschärfter Konkurrenz. Die etablierten Banken geraten mehr und mehr in Bedrängnis und können sich dem Preiskampf nicht mehr entziehen. Erodierenden Margen sind die logische Folge. Obwohl die Zinsmargen der Banken schon deutlich abgenommen haben, bleibt das Geschäft mit Hypotheken attraktiv. Auch weil aufgrund des Negativzinsumfelds alternative Renditequellen, in die grössere Investitionsvolumen fliesen könnten, rar sind. Diese Attraktivität wird künftig sogar noch mehr Konkurrenz in den Markt locken. Die Margen werden damit weiter sinken. Auch weil Digitalisierung und Plattformökonomie die Anbieter die Leistung immer effizienter erbringen lassen.

### Erkenntnis 5:

#### Wohneigentum ist im Trend

Der Blick auf die Suchabonnements auf Onlineimmobilienplattformen offenbart, dass sich Wohneigentum im Vergleich zu Mietwohnungen immer grösserer Beliebtheit erfreut. Die tieferen Wohnkosten (vgl. Erkenntnis 3) sind nur ein Grund für den Nachfrageboom nach Eigenheimen. Der Wunsch nach den eigenen vier Wänden und dem damit verbundenen Lebensgefühl nimmt laufend zu. Auch diverse Ansprüche erfüllen Eigenheime im Schnitt deutlich besser als Mietwohnungen. Bspw. bzgl. Grösse, Ausbaustandard und Aussenbereichen. Weil die Preise in den Zentren für viele langsam nicht mehr bezahlbar sind, verlagert sich die Nachfrage nach Wohnraum mehr und mehr auch in peripherere Lagen. Und weil dort der Anteil Eigenheime an den Wohnungen grösser ist als in der Stadt, steigt die Nachfrage nach Wohneigentum auch aus dem Grund, dass die Menschen aufgrund der Wohnungsknappheit in den Städten in die Agglomeration oder gar aufs Land ausweichen. Zusätz-

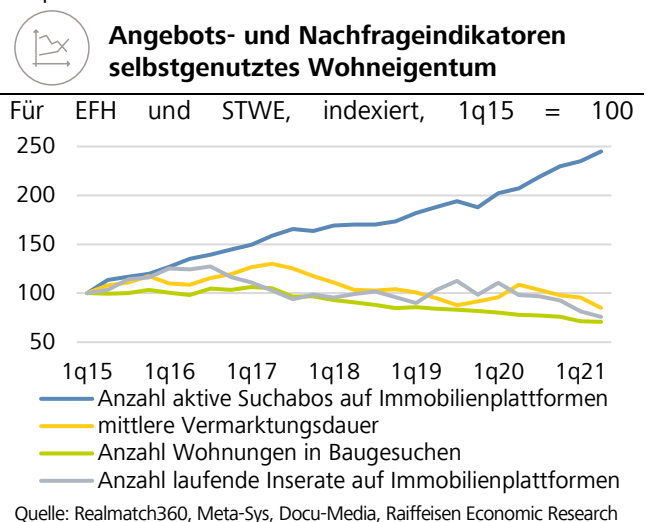


lich hat die während der Coronapandemie vermehrt in den eigenen vier Wänden verbrachte Zeit bei so manchem zu einer Schärfung des Bewusstseins für die eigene Wohnsituation geführt. Die neu geweckten Begehrlichkeiten haben die ohnehin schon hohe Nachfrage nach Wohneigentum zusätzlich befeuert. Die Suchtätigkeit bei den Eigenheimobjekten hat sich seither nochmals deutlich erhöht.

### Erkenntnis 6:

#### Dünne Projektpipeline hält Angebot knapp

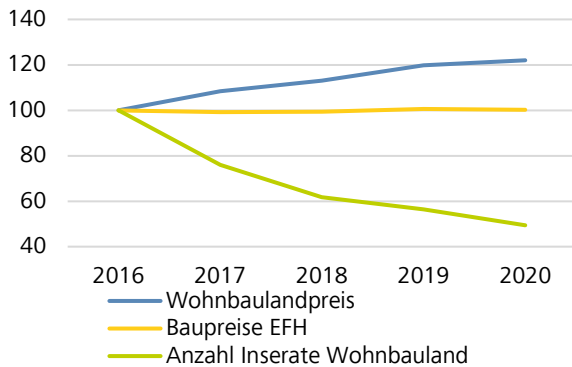
Während die Nachfrage nach Wohneigentum gross ist, ist und bleibt das Angebot an Eigenheimen knapp. Jahr für Jahr kommen immer weniger Neubauten auf den Markt. Die Projektpipeline ist dünn, sodass auch künftig keine Linderung in Sicht ist. Im Kampf um das äusserst knappe Wohnbauland ziehen Eigenheimprojekte gegen Renditeliegenschaften mehr und mehr den Kürzeren. Dies weil angesichts des Anlagenotstands institutionelle Anleger vermehrt im Immobilienmarkt investieren. Diese sind meist in der Lage höhere Preise zu bezahlen, da sie vornehmlich mit Eigenkapital investieren und so nicht den strengen Tragbarkeitsanforderungen gerecht werden müssen. Die Folge ist, dass Projektentwickler für Eigenheime im Wettbieten um Bauland häufig den Kürzeren ziehen. Auch künftig wird Bauland der limitierende Faktor des Eigenheimangebots bleiben. Nur eine liberalere Raumplanung könnte Gegensteuer geben. Der politische Konsens fordert aber im Gegenteil einen noch haushälterischen Umgang mit dem knappen Boden in unserem Land. Zwar gibt es politische Bestrebungen die Verdichtung auf bereits bebautem Grund zu fördern, aber hier mahlen die Mühlen langsam und viele Projekte scheitern am Widerstand vor Ort. «Verdichtung ja, aber bitte nicht bei uns». Damit übersteigt die Nachfrage das Angebot auch künftig. Angebotsseitig sind darum kaum Impulse für sinkende Preise zu erwarten.





### Bauland und Baupreise

Indexiert, 2016 = 100

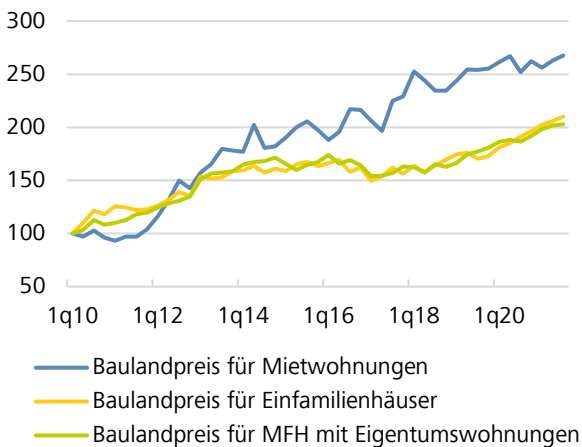


Quelle: BFS, ImmoSparrow, Raiffeisen Economic Research



### Baulandpreise nach Wohnsegment

Indexiert, 1q10 = 100

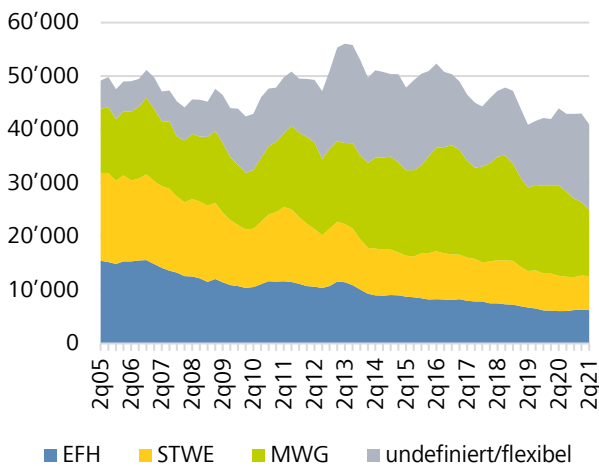


Quelle: Fahrländer, Raiffeisen Economic Research



### Baubewilligungen nach Wohnsegment

Anzahl bewilligte Wohneinheiten



Quelle: Docu-Media, Raiffeisen Economic Research

### Erkenntnis 7: Wechselwirkungen zwischen den Märkten

Während in der Schweiz Eigenheime knapp sind, stehen hierzulande massenhaft Mietwohnungen leer. Zwar ist die Leerwohnungsziffer für Mietwohnungen zuletzt erstmals seit Jahren wieder etwas gesunken, trotzdem sprechen die Zahlen nach wie vor eine klare Sprache: Fast 2.5% aller Mietwohnungen stehen leer, dagegen sind nur knapp 0.5% aller Eigenheime unbewohnt. Trotzdem werden im herrschenden Anlagenotstand mehr Mietwohnungen als Eigenheime gebaut (vgl. Erkenntnis 6). Neben dem Anlagenotstand ist eine weitere Ursache für diese Ungleichgewichte in der Finanzmarktregulierung zu finden. Die Regulierung setzt nämlich bei der Fremdfinanzierung an. Nur ist es so, dass die Treiber des Mietwohnungsbaus institutionelle Anleger, wie Pensionskassen oder Versicherer sind, die vorwiegend Eigenkapital einsetzen. Deren Gelder können praktisch ungehindert in den Immobilienmarkt fliessen. Im Eigenheimmarkt sind die Nachfrager dagegen Haushalte, die auf eine hohe Fremdfinanzierung angewiesen sind. Diese Anforderungen werden für mehr und mehr Haushalte zu hoch. (vgl. Kapitel 3). Die Folge sind Ungleichgewichte zwischen den beiden Immobilienmärkten. Die Regulierung hält damit die Menschen sozusagen im Mietwohnungsmarkt gefangen. Dies obwohl sich bei einem Wechsel von der Mietwohnung ins Eigenheim viel Geld einsparen liesse. (vgl. Erkenntnis 3) Der Blick auf die Preise von Bauland zeigt den Effekt dieser Entwicklung. Die Preise für Bauland für Mietwohnungen sind deutlich stärker angestiegen als diejenigen für EFH-Bauland. Dies erklärt warum so wenig Eigenheime gebaut werden. Der Markt für Renditeliegenschaften wird künstlich attraktiv gehalten. Gleichzeitig ziehen die grossen Kapitalströme, welche in den Mietwohnungsmarkt fliessen, indirekt über die Baulandpreise auch die Eigenheimpreise mit nach oben.

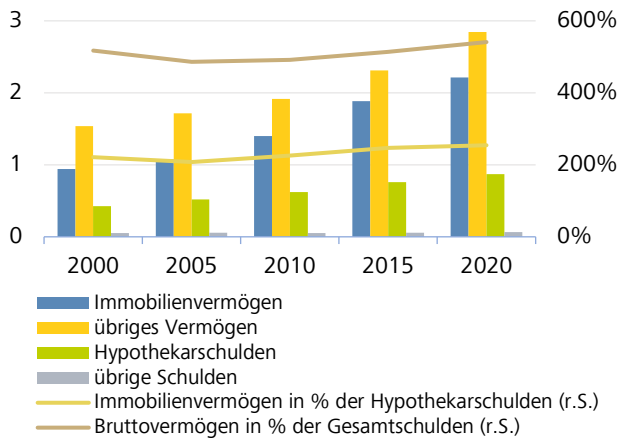
### Erkenntnis 8: Hypothekarschulden pro Kopf sind hoch – aber das gilt auch für die Vermögen

Auch am eng mit dem Eigenheimmarkt verbundenen Hypothekarmarkt wird viel Gefahr gewittert. So mancher Warner zeigt 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. Das klingt gefährlich. Aber diesen Schulden stehen materielle Werte – sprich ein Grundpfand – gegenüber. Das Immobilienvermögen der Schweizer Haushalte ist 2.5-mal grösser als deren Hypothekarschulden. Bei den Schulden handelt es sich also nicht um gefährliche Konsumkredite. Des Weiteren verfügen die Schweizer Haushalte auch neben ihren Immobilien über



### Schulden und Vermögen der Schweizer Haushalte

In Bio. CHF

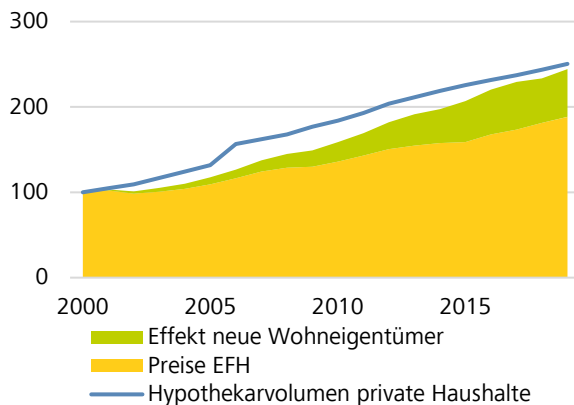


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research



### Hypothekarvolumen und Wert aller Schweizer Eigenheime

indexiert, 2000 = 100

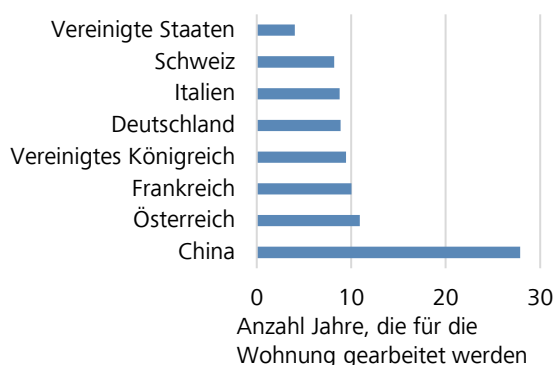


Quelle: SNB, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Erschwinglichkeit im internationalen Vergleich

Preis einer typischen 90 m<sup>2</sup>-Wohnung im Verhältnis zum verfügbaren jährlichen Haushaltseinkommen



Quelle: Numbeo, Raiffeisen Economic Research

stattliche Vermögen. Und zwar schon vor der Aufblähung der Vermögenspreise durch die Zentralbanken. Betrachtet man also die Schuldenhöhe nicht isoliert, sondern im Vergleich zu den Vermögen, dann sind die Warnungen deutlich zu relativieren.

### Erkenntnis 9: Fehlende Amortisationsanreize erklären Schuldenhöhe

Häufig heisst es auch, die hypothekarische Verschuldung der privaten Haushalte gemessen am BIP sei in der Schweiz beunruhigend hoch. 2020 betrug dieser Wert rund 112%. Tatsächlich ist das einer der höchsten Werte der Welt. Dieser hohe Wert kommt vor allem dadurch zustande, dass in der Schweiz, im Gegensatz zum Ausland, steuerliche Anreize etabliert wurden, Hypothekarschulden nicht vollständig abzubezahlen und in der Vergangenheit eine vergleichsweise laxen Amortisationspraxis herrschte. Eingeführt wurde eine Amortisationspflicht hiezulande erst 2012. 2014 erfolgte eine Verschärfung, nach der Hypotheken innert fünfzehn Jahren bis zu einer Belehnung von 66% amortisiert werden müssen. Viele Eigentümer machen von der Möglichkeit Gebrauch, die Restschulden sozusagen bis in alle Ewigkeiten stehen zu lassen. In den meisten anderen Ländern ist dies nicht möglich. Dort müssen Hypotheken über die Jahre komplett abbezahlt werden. Aus Risikosicht sind vor allem hohe Belehnungen problematisch, weil die Gefahr besteht, dass bei einem Immobilienpreiseinbruch die Schulden den Wert der Immobilie schnell übersteigen. Mit der Einführung der Amortisationspflicht bis 66% wurden diese Gefahren jedoch stark reduziert. Der Anteil des Hypothekarvolumens am BIP im gefährlichen, hoch belehnten Bereich dürfte in der Schweiz, wegen ihrer tiefen Eigentümerquote, sogar unter demjenigen anderer Länder liegen.

### Erkenntnis 10: Hypothekarwachstum ist erklärbar

Innert 20 Jahren haben sich die Schulden der privaten Haushalte verzweieinhalbfacht, während sich die Eigenheimpreise «nur» knapp verdoppelt haben. Weil aber die Wohneigentumsquote in dieser Zeit etwas zugenommen hat, aber vor allem weil die Gesamtbevölkerung ebenfalls stark gewachsen ist, relativiert sich dieses stärkere Wachstum. Rechnet man den Effekt der zusätzlichen Wohneigentümer hinzu, dann sind Schulden und ihnen gegenüberstehendes Immobilienvermögen etwa im Gleichschritt gewachsen. Von einer Zunahme der Fremdfinanzierungsquote und damit einer kreditgetriebenen Blase kann also keine Rede sein.

### Erkenntnis 11: Im internationalen Vergleich sind Eigenheime noch erschwinglich

Die Schweiz ist, was ihr Immobilienpreinsniveau anbelangt, international gesehen ein Sonderfall. Aber das ist sie auch bei den Löhnen. Setzt man die Immobilienpreise ins



Verhältnis zu den Haushaltseinkommen und berechnet damit die sogenannte Erschwinglichkeit, so zeigt sich, dass Wohneigentum in der Schweiz nicht besonders teuer ist, im Gegenteil. Im Vergleich mit unseren Nachbarländern sind Eigenheime hierzulande sogar erschwinglicher. Zwar haben die Immobilienpreise hierzulande zuletzt stärker zugelegt als in den meisten anderen Ländern, aber wenn man die Erschwinglichkeit zu Rate zieht, kann man bei dieser Preisentwicklung von einem Nachholbedarf reden. Obwohl die Erschwinglichkeit hierzulande im internationalen Vergleich immer noch gegeben ist, sind die Hürden in den Eigenheimmarkt im Vergleich zum Ausland mit am höchsten. Die hierzulande herrschenden strengen Tragbarkeitsanforderungen sind international unübertroffen. Gleichzeitig wäre das Sparpotential von einem Wechsel von der Mietwohnung in ein Eigenheim hierzulande mit am höchsten. Die hiesige, stark auf Finanzmarktstabilität ausgerichtete Regulierung verwehrt damit breiten Bevölkerungsschichten die Erschliessung eines Milliarden-schweren Einsparpotentials.

### Erkenntnis 12: Kein Speklatives Element

Zwar ist der Anteil der Buy-to-Let Investoren in den letzten Jahren deutlich gestiegen. 80% aller Eigenheime werden aber immer noch von Selbstnutzern erworben und anschliessend auch tatsächlich von ihnen bewohnt. Die Absicht auf hohe Renditen und schnelle Gewinne sind zumindest bei diesen kein Hauptargument für den Kauf von Wohneigentum. Aber auch auf die meisten Buy-to-let Investoren trifft das Etikett «Spekulant» nicht zu. Es sind meist rationale Investoren, die sich im herrschenden Zinsumfeld eine attraktive Renditequelle erschliessen.

### Erkenntnis 13: Eigenheimmarkt ist gut gegen Krisen gewappnet

Schlussendlich steht und fällt die Frage, ob die herrschenden Immobilienpreise gerechtfertigt sind oder nicht, mit der Höhe des künftigen Zinsniveaus. Sollten die Zinsen wider Erwarten doch steigen und die Immobilienpreise einbrechen, dann stünden einer ausgewachsenen Krise mehrere Verteidigungslinien entgegen.

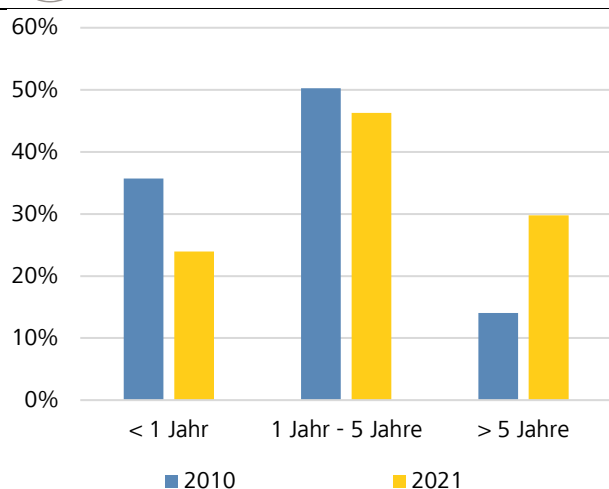
Zuerst wird die äusserst restriktive Tragbarkeitsanforderung dafür sorgen, dass selbst bei Zinsen von 5% alle Hypothekendarnehmer in der Lage sein sollten, ihre Zinsen mit ihrem Einkommen zu bedienen. Bei diesem Niveau ist sichergestellt, dass die Wohnkosten nicht mehr als ein Drittel des Einkommens ausmachen. Auch noch

deutlich höhere Zinsniveaus sind für Haushalte weiter aus ihren laufenden Einkommen bezahlbar, wenn der Gürtel anderswo enger geschnallt wird. Vorübergehende Zinsspitzen könnten zudem mit Erspartem gedeckt werden.

Zweitens schützt die Hypothekendarfinanzierungsstruktur mit immer längerer Zinsbindung kurzfristig vor den Auswirkungen eines Zinsschocks. Nur 20% aller Hypotheken haben eine verbleibende Zinsbindung von weniger als einem Jahr. Das erkaufte den Haushalten wertvolle Zeit für Anpassungsprozesse. Drittens schützt die Tatsache, dass Eigenheime maximal zu 80% belehnt sind und innert 15 Jahren auf 66% amortisiert werden müssen. Selbst bei einem starken Preiseinbruch von 25% übersteigt bei fast allen Hypothekendarnehmern der Immobilienwert noch den Hypothekarbetrag. Nur bei Käufern, die in den letzten 2 Jahren mit Maximalbelehnung gekauft haben, übersteigt dann die Hypothek den Wert der Liegenschaft leicht. Pro Jahr wechseln aber nur rund 2% der Eigenheime auf dem freien Markt die Besitzer. Somit wären nur wenige selbst bei einem enormen Preiseinbruch davon betroffen. Viertens kann mit der Rückzahlung eines Teils der Hypothek eine allfällige Unterdeckung abgebaut werden. Die fünfte Verteidigungslinie bildet das Eigenkapital der Banken, das gerade für solche Fälle in den letzten Jahren stark aufgestockt wurde. Die Eigenkapitalanforderungen der Banken sind heute viel grösser als vor der Finanzkrise. Dass der Immobilienmarkt der Spielball der Geldpolitik ist, ist unbestritten. Aber dem sind sich auch die Notenbankler bewusst. Eine Zinserhöhung kann nicht ohne Rücksicht



Hypothekarvolumen nach Restlaufzeit



Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research

## Platzt die Blase?

auf den Markt erfolgen. Sie wird, wenn möglich, graduell erfolgen. Sollten höhere Zinsen nötig werden, dann würde so der Markt Zeit für Anpassungsprozesse haben. Aber Preisrückschläge, selbst von 25% kann der Markt ohne grössere Probleme verkraften.

### Fazit: Blase ja, Spekulationsblase nein

Die Frage, ob wir es heute mit einer Blase zu tun haben, hängt damit zusammen, wie man diesen Begriff definiert.

Zweifellos hat die expansive Geldpolitik die Eigenheimpreise aufgebläht. In diesem Sinne haben wir natürlich eine Blase. Die Frage ist aber, ob diese Immobilienblase platzt. Da der Blase aber sämtliche Merkmale von klassischen Spekulationsmärkten fehlen, ist ihr Platzen nicht zu erwarten. Das herrschende und künftig erwartete Zinsniveau sowie die intakten Fundamentalfaktoren rechtfertigen das herrschende Preisniveau.



### Merkmale von Spekulationsblasen

Merkmale einer Spekulationsblase	Einschätzung für den Schweizer Markt für selbstgenutztes Wohneigentum (2021)	Erfüllt?
<b>spekulatives Element</b>	Rational kalkulierende Selbstnutzer dominieren den Markt, nicht Spekulanten. Kaum Käufe um wieder mit Gewinn zu verkaufen. Es ist keine beschleunigte Transaktions-tätigkeit festzustellen. Kosten-/Nutzen-Überlegungen rechtfertigen den Kauf eines Eigenheimes. Einsparung von Wohnkosten gegenüber Mietwohnung von rund 25% beim Erwerb von Wohneigentum.	<b>Nein</b>
<b>Entkoppelung von Fundamentalfaktoren</b>	Hauptgrund für die hohen Immobilienpreise ist der Fundamentalfaktor im Immobilienmarkt schlechthin, die Zinsen. Diese sind tief und machen Wohneigentum attraktiv. Aber auch andere Fundamentalfaktoren erklären einen Teil der steigenden Preise (Einkommen, Bevölkerung, Knappheit von Bauland und Eigentumsobjekten usw.)	<b>Nein</b>
<b>bezahlte Preise liegen über einem «inneren Wert»</b>	Der innere Wert eines Eigenheims ist sein Nutzen, welches es als Wohnraum generiert. Dieser ist identisch mit dem Nutzen einer vergleichbaren Mietwohnungen. Fürs Wohnen in einer Eigentumswohnung bezahlt man aber weniger als in einer Mietwohnung. Die Art der Finanzierung – und nur dadurch unterscheiden sich die beiden Wohnformen Mieten und Eigentum aus ökonomischer Perspektive – ist für den inneren Wert irrelevant. Wenn dann ist Eigentum im Vergleich zum Mieten zu günstig.	<b>Nein</b>
<b>mit Zukunftserwartungen inkonsistente Bewertung</b>	Die hohe Bewertung basiert wesentlich auf der Annahme von anhaltend tiefen Zinsen. Es herrscht ein breiter Konsens darüber, dass die Zinsen noch lange tief bleiben werden. Entsprechend ist das Preisniveau mit den Zukunftserwartungen vereinbar.	<b>Nein</b>
<b>verstärkte Nutzung von Fremdkapital (Leverage)</b>	Käufer von Wohneigentum finanzieren ihr Objekt relativ zum Wert nicht mit mehr Fremdkapital als früher. Die Belehnungshöhe der Objekte sinkt eher.	<b>Nein</b>
<b>erleichterter Zugang zu Fremdkapital</b>	An den strengen Tragbarkeitsregeln wird von den Fremdkapitalgebern strikt festgehalten. Es ist keine vermehrte Abkehr von der herrschenden äusserst restriktiven und vorsichtigen Hypothekarvergabep Praxis zu beobachten. Eine Zunahme der Exception to Policy stellen wir nicht fest.	<b>Nein</b>
<b>hohe relative Preise im Vergleich zu anderen Gütern</b>	Praktisch sämtliche Vermögenspreise haben in ähnlichem Ausmass an Wert zugelegt (vgl. Aktien). Der relative Preis von Wohneigentum zu anderen Vermögenswerten hat sich entsprechend kaum verändert. Auch aus einer Konsumperspektive sind die Kosten für Wohneigentum nicht gestiegen, sie sind aufgrund der tiefen Zinsen sogar gesunken.	<b>Nein</b>

Quelle: Raiffeisen Economic Research

# Nebenwirkungen der Preisentwicklung

**Die Immobilienpreise steigen schon länger schneller als die Haushaltseinkommen. Damit verschlechtert sich die Erschwinglichkeit von Wohneigentum kontinuierlich. Obwohl sich mit dem Sinkflug der Hypothekenzinsen die effektive Wohnkostenbelastung für Eigentümer reduziert hat, hindern die strikten Tragbarkeitsanforderungen die meisten Haushalte am Eigentumserwerb. Wohneigentum wird damit immer mehr zum Privileg. Eine sich wandelnde Eigentümerstruktur, angepasste Verhaltensweisen und eine sinkende Wohneigentumsquote sind die Folge.**

Das quartalsweise Verkünden neuer Preisrekorde für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen gehört unter Immobilienmarktbeobachtern mittlerweile fast zum Tagesgeschäft. Seit dem Ende der Immobilienkrise der 1990er Jahre kennen die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum eigentlich nur die Richtung nach oben. Wie im letzten Kapitel detailliert ausgeführt wurde, gibt es für diese Preisentwicklung eine Vielzahl fundamentaler Gründe. Schlussendlich sind die steigenden Preise der Ausdruck einer starken, durch das Tiefzinsumfeld getriebene Nachfrage, welche auf ein sehr knappes Angebot trifft. Wie bei allen Gütern gilt auch bei Eigentumsobjekten: Was gesucht und selten ist, wird teurer. Während sich langjährige Wohneigentümer über die satten Gewinne auf ihrem investierten Kapital freuen können, rückt der Traum vom Eigenheim durch die starken, anhaltenden Preissteigerungen für immer mehr Schweizer Haushalte in weite Ferne. Wohneigentum wird immer mehr zum Privileg.

### Preise und Einkommen driften auseinander

Isoliert betrachtet sind steigende Preise grundsätzlich kein Problem, denn sie widerspiegeln einfach das herrschende Marktungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Untenstehende Grafik zeigt allerdings eindeutig, wieso die

aktuelle Preisentwicklung in den Augen vieler Schweizer als problematisch und unfair wahrgenommen wird. Die Preise für Wohneigentum sind in den letzten 20 Jahren um ein Vielfaches schneller gestiegen als die Einkommen. Der Preis eines typischen Einfamilienhauses (5 Zimmer, 800m<sup>3</sup> Volumen, 600m<sup>2</sup> Grundstück) ist seit der Jahrtausendwende um 75% gestiegen. Eine typische Eigentumswohnung (4 Zimmer, 100m<sup>2</sup> Wohnfläche) wurde 2020 sogar doppelt so teuer gehandelt als im Jahr 2000. Gleichzeitig sind die mittleren Haushaltseinkommen «nur» um 20% gestiegen, wobei vor allem in den letzten 10 Jahren eine Stagnation auszumachen ist. Der Eindruck vieler Haushalte, dass ihnen der Traum von Wohneigentum regelrecht entgleitet, lässt sich durch diese Entwicklung eindeutig bestätigen.

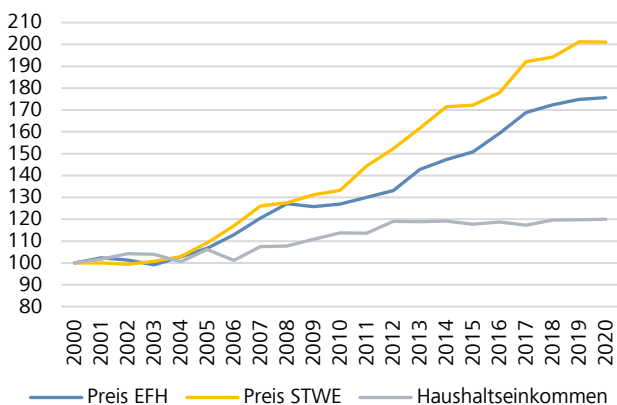
### Die Erschwinglichkeit hat spürbar abgenommen

Um zu messen, inwiefern sich die Bevölkerung Wohneigentum leisten kann, bedient sich die Wirtschaftswissenschaft sogenannter «Housing Affordability Indices» (HAI). Mit solchen Indizes werden die Einkommen ins Verhältnis zu den Eigenheimpreisen und Wohnkosten gesetzt. Bei Diskussionen über den Schweizer Eigenheimmarkt bieten sich hierbei primär zwei Indikatoren an. Namentlich die



### Immobilienpreise und Einkommen

Preis eines typischen Eigentumsobjekts und mittleres Haushaltseinkommen, indexiert, 2000 = 100

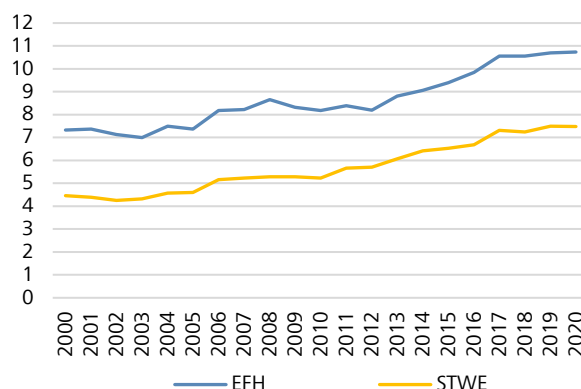


Quelle: BFS, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Erschwinglichkeit (HAI 1)

Jährliche Haushaltseinkommen, die für den Kauf des typischen Eigentumsobjekts aufgebracht werden müssen



Quelle: BFS, SRED, Raiffeisen Economic Research

sogenannte Erschwinglichkeit (HAI 1) und die Tragbarkeit (HAI 2). Die Erschwinglichkeit misst, wie viele Jahreseinkommen aufgebracht werden müssen, um den Gesamtpreis einer durchschnittlichen Immobilie aufbringen zu können. Wenig überraschend hat sich die Erschwinglichkeit der Schweizer Eigenheime unter stark steigenden Immobilienpreisen und relativ stabilen Haushaltseinkommen spürbar verschlechtert. Die Grafik auf der vorhergehenden Seite zeigt die Entwicklung dieses Indikators über die letzten 20 Jahre auf. Sowohl für Einfamilienhäuser als auch für Eigentumswohnungen hat die Erschwinglichkeit deutlich abgenommen. Zur Jahrtausendwende kostete ein typisches EFH 7,3 mittlere Haushaltseinkommen (Kaufpreis: CHF 740'000, Haushaltseinkommen: CHF 101'000). Letztes Jahr mussten hingegen 10,7 Jahreseinkommen bezahlt werden, um dasselbe Haus kaufen zu können (Kaufpreis: CHF 1'300'000, Haushaltseinkommen CHF 121'000). Beim Stockwerkeigentum hat sich der HAI 1 im selben Zeitraum von 4,5 (Kaufpreis: CHF 450'000) auf 7,5 (Kaufpreis: CHF 910'000) erhöht. Für Einfamilienhäuser haben sich die Preise relativ betrachtet also innerhalb von 20 Jahren um 3,5 mittlere Jahreseinkommen erhöht, während sie beim Stockwerkeigentum um rund 3 mittlere Haushaltseinkommen gestiegen sind.

### Erschwinglichkeit nimmt für alle ab

Auch die Gegenüberstellung der Verteilung der Haushaltseinkommen und der Immobilienpreise zeugt von der sich verschlechternden Erschwinglichkeit (siehe Tabellen auf dieser Seite). Während der Medianhaushalt 2006 noch 6,3 Jahreseinkommen für den Erwerb des medianen Eigentumsobjekts (EFH und STWE) aufbringen musste, waren es 2020 bereits 8. Allgemein lässt sich feststellen, dass der HAI 1 sich linear verschlechtert hat. So lag 2006 die

Erschwinglichkeit auf der Diagonalen zwischen 6 und 7. Inzwischen markiert die Diagonale Werte zwischen 7,8 und 8,8. Es zeigt sich, dass Einkommen und Eigenheimpreise in allen Quantilen ähnlich schnell auseinandergedriftet sind. Das heisst, dass heute alle Haushalte, egal welches Einkommen sie erzielen, beim Eigenheimkauf gezwungen, sind auf günstigere Preiskategorien auszuweichen oder für den Erwerb des gleichen Objekts deutlich länger arbeiten müssen.

### Effektive vs. kalkulatorische Tragbarkeit

Wie bereits angesprochen, ist die sogenannte Tragbarkeit (HAI 2) neben der Erschwinglichkeit der zweite wichtige Indikator, um die Zugänglichkeit von Wohneigentum in der Schweiz zu messen. Mit der Tragbarkeit wird der Anteil am Einkommen gemessen, welcher für die Finanzierung und den Unterhalt eines Eigenheims aufgebracht werden muss. Dabei wird von einer Maximalbelehnung des Objekts auf 80% ausgegangen. Die Ausgaben beinhalten somit den zu begleichenden Hypothekarzins, die Amortisation der Schuld auf zwei Drittel des Belehnungswertes über 15 Jahre sowie 1% des Objektwertes für den Unterhalt. Anzumerken ist, dass hierbei im Schweizer Kontext zwingend zwischen der effektiven Tragbarkeit und der kalkulatorischen unterschieden werden muss. Unter der effektiven Tragbarkeit wird die tatsächliche Kostenbelastung einer Immobilienfinanzierung dem Haushaltseinkommen gegenübergestellt. Bei der kalkulatorischen Tragbarkeit handelt es sich um die hypothetische Kostenbelastung, welche die Banken bei der Vergabe von Hypothekarkrediten aus regulatorischen Gründen ansetzen müssen. Hierfür wird heute üblicherweise ein kalkulatorischer Zinssatz von 4,5 bis 5% verwendet, welcher zusätzlich zu den Amortisations- und Unterhaltskosten tragbar sein muss. Die effektive

### Erschwinglichkeit der Eigentumsobjekte (EFH und STWE) im Querschnitt

		2006									
		Einkommen									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	
Preis	10%	7.0	5.1	4.2	3.6	3.2	2.8	2.4	2.1	1.6	
	20%	9.3	6.8	5.6	4.8	4.2	3.7	3.2	2.7	2.2	
	30%	10.7	7.8	6.4	5.5	4.8	4.2	3.7	3.2	2.5	
	40%	12.6	9.2	7.5	6.4	5.7	5.0	4.3	3.7	3.0	
	50%	14.0	10.2	8.3	7.1	6.3	5.5	4.8	4.1	3.3	
	60%	15.8	11.5	9.4	8.1	7.2	6.2	5.4	4.7	3.7	
	70%	18.1	13.2	10.8	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3	4.3	
	80%	21.4	15.6	12.8	11.0	9.7	8.4	7.4	6.3	5.0	
	90%	28.8	21.0	17.2	14.8	13.1	11.4	9.9	8.5	6.8	

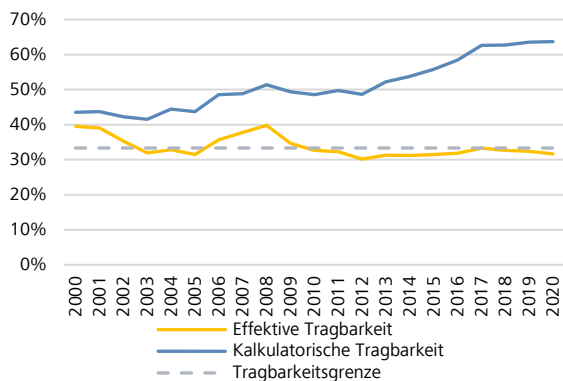
		2020									
		Einkommen									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	
Preis	10%	8.8	6.3	5.1	4.3	3.7	3.2	2.8	2.3	1.8	
	20%	12.1	8.7	6.9	5.9	5.1	4.3	3.8	3.2	2.5	
	30%	14.4	10.3	8.3	7.0	6.1	5.2	4.5	3.8	3.0	
	40%	16.7	12.0	9.6	8.2	7.1	6.0	5.2	4.4	3.5	
	50%	19.1	13.7	10.9	9.3	8.0	6.8	5.9	5.0	4.0	
	60%	21.5	15.4	12.3	10.5	9.1	7.7	6.7	5.7	4.5	
	70%	25.1	18.0	14.4	12.3	10.6	9.0	7.8	6.6	5.2	
	80%	29.8	21.3	17.1	14.5	12.5	10.7	9.3	7.9	6.2	
	90%	37.7	27.0	21.6	18.4	15.9	13.5	11.7	9.9	7.8	

Quelle: BFS, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Tragbarkeit (HAI 2) Einfamilienhaus

Effektive und kalkulatorische Tragbarkeit des typischen EFH, Annahmen: 80% Belehnung, 5% kalkulatorischer Zins, je 1% für Rückstellung und Amortisation

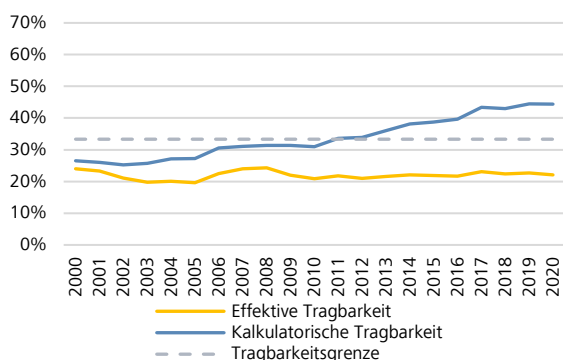


Quelle: BFS, SNB, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Tragbarkeit (HAI 2) Stockwerkeigentum

Effektive und kalkulatorische Tragbarkeit des typischen STWE, Annahmen: 80% Belehnung, 5% kalkulatorischer Zins, je 1% für Rückstellung und Amortisation

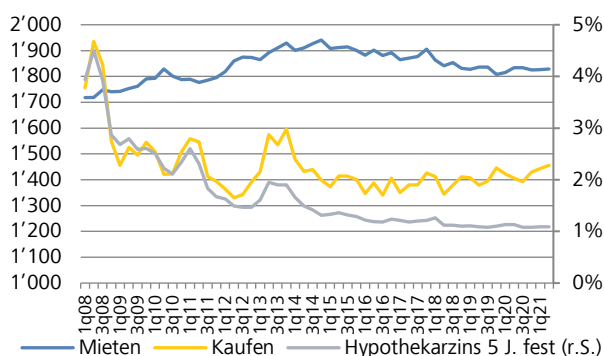


Quelle: BFS, SNB, SRED, Raiffeisen Economic Research



### Kosten von Wohneigentum

Monatliche Wohnkosten einer durchschnittlichen Wohnung (3–4.5 Zi.) im Eigentum und zur Miete, sowie Zins einer fünfjährigen Festhypothek



Quelle: SNB, Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research

Tragbarkeit ist somit die tatsächliche Kostenbelastung, mit welcher Eigenheimbesitzer konfrontiert sind, während die kalkulatorische Tragbarkeit diejenige ist, welche für den Erhalt einer Bankfinanzierung überwunden werden muss. Grundsätzlich gilt dabei die altbekannte goldene Regel, dass die Kostenbelastung durch Wohneigentum, ob effektiv oder kalkulatorisch, nicht höher als ein Drittel des Haushaltseinkommen sein sollte.

### Effektive Tragbarkeit hat sich nicht verschlechtert

Der Blick auf die beiden Tragbarkeitsgrafiken auf dieser Seite verrät, dass sich die effektive Tragbarkeit für beide Wohneigentumssegmente seit der Jahrtausendwende, trotz sehr starker Preissteigerungen, nicht verschlechtert hat. Eher umgekehrt: Verglichen mit dem Jahr 2000 liegen die am mittleren Haushaltseinkommen gemessenen Kosten der typischen Eigentumsobjekte heute sogar etwas tiefer. Verwendet man den von der Nationalbank veröffentlichten Mittelwert der Hypothekarzinssätze bei der Berechnung der Finanzierungskosten, musste der Durchschnittshaushalt für seine Wohnkosten im typischen Einfamilienhaus im Jahr 2000 fast 40% seines Haushaltseinkommen aufbringen. Somit wäre das Objekt nicht tragbar gewesen. Letztes Jahr musste dieser Haushalt für dasselbe Objekt, welches mittlerweile 80% mehr kostet, nur noch etwas über 31% seines Einkommens aufbringen, womit das Einfamilienhaus tragbar wäre. Die typische Eigentumswohnung wäre für einen mittleren Schweizer Haushalt durchgehend tragbar gewesen. Aber auch hier liegt der Anteil der Wohnkosten am Einkommen heute (22%) tiefer als noch zur Jahrtausendwende (24%). In beiden Segmenten lässt sich feststellen, dass sich seit Beginn der 2010er Jahre die effektive Tragbarkeit deutlich stabilisiert hat. Wie untere Grafik verdeutlicht, lässt sich dies mit der Entwicklung der Hypothekarzinsen erklären. Bis zu Beginn der 2010er Jahre wurden die Wohnkosten sehr stark durch die Höhe der Hypothekarzinsen bestimmt, welche durchaus grösseren Schwankungen unterlagen. Mit dem Sinkflug der Zinsen nach der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise sind zu Beginn auch die Wohnkosten beim Kauf eines neuen Eigenheims gefallen. Allerdings schlägt dann relativ rasch die Vermögenspreisinflation in der Kalkulation durch. Im Verlauf des letzten Jahrzehnts haben sich die Wohnkosten vom Zinsniveau entkoppelt, da die steigenden Immobilienpreise die Kosteneinsparungen durch die weiter sinkenden Zinsen wettgemacht haben. Mit dem Abflachen der Zinsentwicklung Ende der 2010er Jahre, beginnen die Wohnkosten für Wohneigentum daher langsam wieder an zu steigen.



### Verschlechterung der kalkulatorischen Tragbarkeit

Während sich dank der sinkenden Zinsen die effektive Tragbarkeit in den letzten 20 Jahren eher etwas verbessert hat, zeigt sich bei der kalkulatorischen ein ganz anderes Bild. Da hier unabhängig vom tatsächlichen Zinsniveau mit einem fixen Zinssatz kalkuliert werden muss, hat diese hypothetische Kostenbelastung mit den Preisanstiegen stark zugenommen. Damit ist die Schere zwischen der effektiven und der kalkulatorischen Tragbarkeit sehr stark aufgegangen. Bei Einfamilienhäusern hat sich die kalkulatorische Tragbarkeit von rund 43% im Jahr 2000 auf 63% im Jahr 2020 verschlechtert. Während das typische Einfamilienhaus für den durchschnittlichen Haushalt durchgehend nicht tragbar war, hat bei Stockwerkeigentum die Situation zu Beginn der 2010er Jahre gedreht. Lagen die kalkulatorischen Kosten für ein typisches Stockwerkeigentum zur Jahrtausendwende noch bei 26% des mittleren Haushalseinkommen, liegen sie heute bei 44%. Obwohl

sowohl Stockwerkeigentum als auch das Einfamilienhaus für den mittleren Schweizer Haushalt effektiv tragbar wären, verhindert die kalkulatorische Tragbarkeit, dass dieser Haushalt heute eine Finanzierung für den Kauf eines dieser Objekte erhält.

### Tragbarkeit verbaut der Mehrheit den Traum

Noch dramatischer wird das Bild, wenn man die effektive und die kalkulatorische Tragbarkeit für die Einkommensschichten und die Preissegmente aufschlüsselt (siehe Tabellen auf dieser Seite). Dabei zeigt sich erneut, dass sich die effektive Tragbarkeit in den letzten Jahren verbessert hat. Eigentlich könnten sich heute mehr Schweizer Haushalte Eigenheime leisten als vor 15 Jahren. Sogar die Haushalte, deren Einkommen in den untersten 10% liegen, könnten sich die tatsächlichen Finanzierungskosten der günstigsten 10% der Eigenheime leisten. Der Medianhaushalt

#### Effektive Tragbarkeit der Eigentumsobjekte (EFH und STWE) im Querschnitt

2006										2020									
Einkommen										Einkommen									
Preis	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	Preis	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
	30%	22%	18%	16%	14%	12%	10%	9%	7%		26%	19%	15%	13%	11%	9%	8%	7%	5%
	41%	30%	24%	21%	18%	16%	14%	12%	10%		36%	26%	20%	17%	15%	13%	11%	9%	7%
	47%	34%	28%	24%	21%	18%	16%	14%	11%		43%	30%	24%	21%	18%	15%	13%	11%	9%
	55%	40%	33%	28%	25%	22%	19%	16%	13%		49%	35%	28%	24%	21%	18%	15%	13%	10%
	61%	44%	36%	31%	28%	24%	21%	18%	14%		56%	40%	32%	27%	24%	20%	18%	15%	12%
	69%	50%	41%	35%	31%	27%	24%	20%	16%		63%	45%	36%	31%	27%	23%	20%	17%	13%
	79%	58%	47%	41%	36%	31%	27%	23%	19%		74%	53%	42%	36%	31%	27%	23%	20%	15%
	93%	68%	56%	48%	42%	37%	32%	28%	22%		88%	63%	50%	43%	37%	31%	27%	23%	18%
	126%	92%	75%	64%	57%	50%	43%	37%	30%		111%	80%	64%	54%	47%	40%	35%	29%	23%

#### Kalkulatorische Tragbarkeit der Eigentumsobjekte (EFH und STWE) im Querschnitt

2006										2020									
Einkommen										Einkommen									
Preis	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	Preis	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
	41%	30%	25%	21%	19%	16%	14%	12%	10%		52%	38%	30%	26%	22%	19%	16%	14%	11%
	55%	40%	33%	28%	25%	22%	19%	16%	13%		72%	51%	41%	35%	30%	26%	22%	19%	15%
	63%	46%	38%	32%	29%	25%	22%	19%	15%		86%	61%	49%	42%	36%	31%	27%	23%	18%
	75%	54%	44%	38%	33%	29%	26%	22%	18%		99%	71%	57%	49%	42%	36%	31%	26%	21%
	83%	60%	49%	42%	37%	33%	28%	24%	19%		113%	81%	65%	55%	48%	41%	35%	30%	24%
	94%	68%	56%	48%	42%	37%	32%	28%	22%		128%	91%	73%	62%	54%	46%	40%	34%	27%
	108%	78%	64%	55%	49%	42%	37%	32%	25%		149%	107%	85%	73%	63%	53%	46%	39%	31%
	127%	93%	76%	65%	57%	50%	44%	37%	30%		177%	127%	101%	86%	74%	63%	55%	47%	37%
	171%	125%	102%	88%	77%	67%	59%	50%	40%		224%	160%	128%	109%	94%	80%	70%	59%	46%

Quelle: BFS, SNB, SRED, Raiffeisen Economic Research

## Nebenwirkungen der Preisentwicklung

konnte sich 2006 60% der Eigentumsobjekte mit gutem Gewissen leisten, während er 2020 sogar bei 70% der Objekte die goldene Regel nicht verletzte. Der Vergleich mit der kalkulatorischen Tragbarkeit verdeutlicht den dramatischen Effekt, welche diese auf die Finanzierbarkeit von Eigenheimen hat. Der Medianhaushalt konnte sich 2006 noch für eine Finanzierung von 40% der Eigenheime qualifizieren. Obwohl er heute eigentlich eine Maximalbelehnung bei 70% der Eigentumsobjekte tragen könnte, erhält er bei strikter Anwendung der Tragbarkeitsbedingungen nur noch eine Finanzierung für die 20 günstigsten Prozent. Ob dieser Haushalt daher auf eine kleine Eigentumswohnung in der Peripherie ausweicht, ist natürlich nur eine rhetorische Frage. Faktisch wird der Durchschnittshaushalt mit der kalkulatorischen Tragbarkeit vom Eigenheimkauf ausgeschlossen. Wer heute das mittlere Eigentumsobjekt kaufen will, muss zu den einkommensstärksten 20% der Schweizer Haushalte gehören. Die strikte Auslegung der kalkulatorischen Tragbarkeit führt offensichtlich dazu, dass breite Teile der Bevölkerung, welche sich grundsätzlich Eigentum leisten könnten, vom Kauf und den damit verbundenen finanziellen Vorteilen ausgeschlossen werden.

### Tragbarkeit als sehr hohe Hürde

Wie stark sich die Hürde der kalkulatorischen Tragbarkeit durch die massiven Preisanstiege der letzten zwanzig Jahre erhöht hat, verdeutlicht das unten grafisch dargestellte Beispiel. Der am Einkommen gemessene Durchschnittshaushalt konnte sich bis ins Jahr 2012 problemlos für die Maximalfinanzierung einer typischen Eigentumswohnung qualifizieren. Zu Beginn des neuen Jahrtausends konnte

dieser Haushalt sich sogar eine um über CHF 100'000 teurere Wohnung leisten. Mit den steigenden Immobilienpreisen hat sich dies aber sehr schnell gewendet. Heute beträgt die Differenz zwischen dem Marktpreis der typischen Wohnung und dem maximal durch den Durchschnittshaushalt tragbaren Preis unter Höchstbelehnung fast CHF 230'000. Möchte dieser Haushalt dennoch diese Wohnung kaufen, muss er neben den ohnehin notwendigen rund CHF 180'000 an Eigenkapital nochmals so viel aufbringen, um den Tragbarkeitsbedingungen einer Bankhypothek gerecht zu werden. Wer heute ein gängiges Eigentumsobjekt erwerben will, das vor einigen Jahren ein normaler Haushalt noch relativ problemlos finanzieren konnte, muss über sehr hohe Einkommen verfügen. Für Normalverdiener ist die Eigenkapitalanforderung damit überproportional schnell angestiegen. Wer nicht auf grössere Kapitalreserven oder ansehnliche Erbvorbezüge zurückgreifen kann, hat daher heute am Eigenheimmarkt einen sehr schweren Stand.

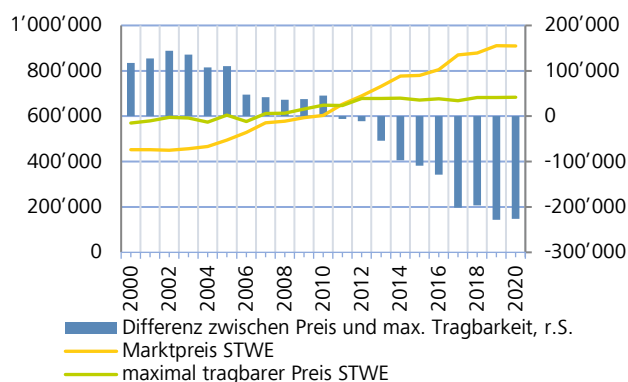
### Die Eigentümerstruktur wandelt sich

Wenn die Hürden für Haushalte mit durchschnittlichen Einkommen und Vermögen immer grösser werden, ist es nicht erstaunlich, dass sich die Eigentümerstruktur in der Schweiz in den letzten 10 Jahren verändert hat. Als Beispiel hierfür kann die Altersstruktur der im Stockwerkeigentum wohnhaften Personen aufgeführt werden (siehe Grafik unten). Weil der Eigenheimkauf für jüngere Haushalte, welche meist über geringere Einkommen und Vermögen verfügen, immer schwieriger wird, rücken weniger jüngere Eigentümer nach. Somit verschiebt sich die Altersstruktur über die Jahre immer stärker zugunsten der Älteren. Hinzu



#### Tragbarkeitsgrenze und Marktpreis

Differenz zwischen Preis und maximaler Tragbarkeit einer typischen STWE für den Durchschnittshaushalt

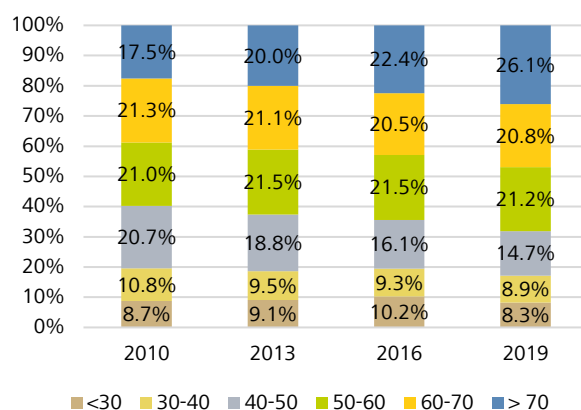


Quelle: BFS, SRED, Raiffeisen Economic Research



#### Alter der Stockwerkeigentümer

Alter der in STWE lebenden Erwachsenen



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

## Nebenwirkungen der Preisentwicklung

kommt, dass ältere Eigentümer sehr stark von den steigenden Immobilienpreisen profitieren konnten. Wer also beispielsweise in jüngeren Jahren ein Einfamilienhaus gekauft hat, kann dieses relativ einfach im Alter gegen eine praktischere Stockwerkeigentumswohnung eintauschen. Auch über den Bildungsstand lassen sich deutliche strukturelle Verschiebungen bei den Eigentümern feststellen. Wie die Grafik unten zeigt, hat der Anteil der in EFH wohnhaften Erwachsenen mit tertiären Bildungsabschlüssen in der letzten Dekade stark zugelegt. Da höhere Bildungsabschlüsse tendenziell zu höheren Einkommen führen, fällt es bildungsstärkeren Haushalten einfacher, die Hürden beim Eigenheimkauf zu überwinden. Auch wenn durch Alterung und zunehmende Akademisierung unserer Gesellschaft diese Verschiebungen bis zu einem gewissen Mass unabhängig von den Eigenheimpreisen zu erwarten wäre, zeugen diese Zahlen deutlich vom schwieriger werdenden Zugang zu Wohneigentum für jüngere und weniger gebildete Haushalte.

### Kompromisse führen zu Ausweicheffekten

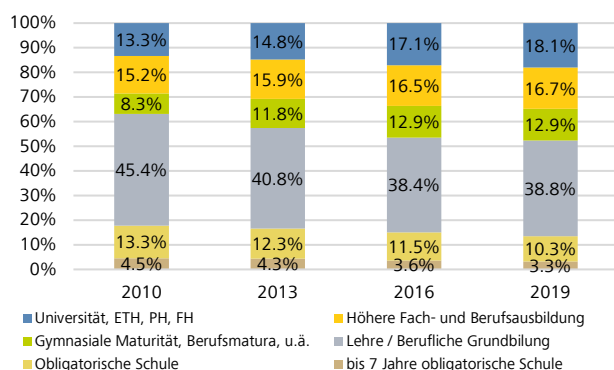
Neben der sichtbaren Veränderung der Eigentümerstruktur, lassen sich auch angepasste Verhaltensweisen bei den Eigenheimkäufern feststellen. Wenn das Wunschobjekt an der Wunschlage nicht mehr erschwinglich oder tragbar ist, können diese Hürden grundsätzlich mit einer ordentlichen Portion Kompromissbereitschaft umgangen werden. Wer bereit ist, bei Lage, Zustand, Ausbaustandard oder Grösse Zugeständnisse zu machen, findet eher ein Objekt, welches noch finanzierbar ist. Da immer grössere Teile der Gesellschaft zu immer grösseren Kompromissen gezwungen sind, um überhaupt noch Eigentümer werden zu können, lassen sich mittlerweile deutliche Ausweicheffekte am

Immobilienmarkt ausmachen. So lässt sich zum Beispiel feststellen, dass sich die mittleren Insertionszeiten von Eigentumsobjekten ausserhalb der Zentren in den letzten Jahren deutlich reduziert haben (siehe Grafik unten rechts). Mussten zu Beginn des letzten Jahrzehnts Einfamilienhäuser in urbanen und ländlichen Gemeinden noch über 80 bzw. über 100 Tage ausgeschrieben werden, um einen Käufer zu finden, sind es heute nicht einmal mehr 60 Tage. Damit haben sich die Vermarktungsfristen für die weniger gut gelegenen und damit günstigeren Gemeinden sehr stark denjenigen der Zentren angenähert. Diese sich zentrifugal verstärkende Nachfrage spricht deutlich für preisbedingte Ausweicheffekte. Interessanterweise lässt sich bei der Preisentwicklung aber keine Aufholjagd bei weniger attraktiven Makrolagen feststellen. Die Preise steigen nach wie vor am schnellsten in den gefragtesten Gemeinden und den Städten. Trotz des sehr hohen Preisniveaus an den diesen Wohnorten sind also noch immer viele Haushalte bereit und fähig, immer höhere Preise zu bezahlen. Bei anderen Faktoren lassen sich hingegen auch beim Preis Ausweicheffekte feststellen. So kann beispielsweise bei der Mikrolage, also der Lage im Ort, eine deutlich schnellere Preisentwicklung ausserhalb der allerbesten Lagen festgestellt werden. Auch beim Gebäudezustand schlagen sich die Ausweicheffekte auf die Preisentwicklung nieder (siehe Grafik nächste Seite). Während sich die Preise für die verhältnismässig teureren Neubau-EFH seit 2015 um rund 18% erhöht haben, sind die Preise für sanierte und intakte Häuser mit 25% bzw. 30% deutlich schneller gestiegen. Da die finanziellen Hürden beim Eigenheimkauf mit den weiter steigenden Preisen künftig noch höher werden, dürften sich solche Ausweicheffekte immer stärker bemerkbar machen.



### Bildung und Wohneigentum

Höchste abgeschlossene Ausbildung der in EFH lebenden Erwachsenen

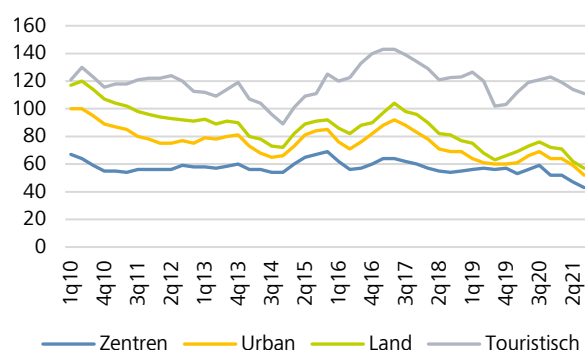


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



### Insertionszeiten

Vermarktungsdauer von EFH nach Gemeindetypen, Median in Tagen



Quelle: Meta-Sys, Raiffeisen Economic Research



### Vermögende profitieren, Normalbürger verlieren

Nach mittlerweile 20 Jahren ungebremsster Preissteigerungen, haben wir einen Punkt erreicht, an dem Wohneigentum für breite Bevölkerungsschichten aus eigener Kraft unerreichbar geworden ist. Die mit den Preissteigerungen stark gewachsenen regulatorischen Finanzierungshürden schliessen die grosse Mehrheit der Schweizer Haushalte faktisch vom Eigenheimkauf aus. Wer nicht über viel Kapital verfügt oder über Erbschaften an solches gelangen kann, hat kaum realistische Aussichten, heute noch Eigentümer zu werden. In einem perfekten Wohnungsmarkt würde dies grundsätzlich nicht allzu problematisch sein. Man könnte die mit Wohneigentum verbundenen Freiheiten und Selbstverwirklichungsaspekte als Luxusfaktoren abtun, welche sich halt nur noch eine Minderheit leisten kann. Nun ist das Zusammenspiel unserer Wohnungsmärkte aber nicht perfekt und es lassen sich im herrschenden Tiefzinsumfeld mit Wohneigentum, neben deutlichen Kapitalgewinnen, sehr grosse Kosteneinsparungen beim Lebensunterhalt realisieren. Wer von einer Mietwohnung in eine vergleichbare Eigentumswohnung wechselt, kann rund 25% seiner Wohnkosten einsparen. Gerade jüngeren Haushalten oder Zuzügern, welche noch kaum über Kapitalreserven verfügen, wird dieses Einsparpotential durch hohe regulatorische Hürden verwehrt. Während bestehende Immobilienbesitzer und andere wohlhabende Haushalte finanziell stark von den Entwicklungen am Eigentumsmarkt profitieren können, werden

Normalbürger, welche solche Kosteneinsparungen deutlich nötiger hätten, aus diesem Markt einfach ausgeschlossen.

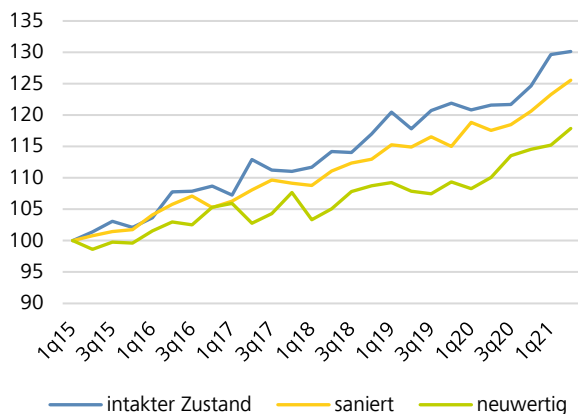
### Quo vadis Wohneigentum?

Das extrem knappe Angebot an Eigentumsobjekten, das beschränkte Eigentümerpotential durch die hohen Finanzierungshürden und das beständige Bevölkerungswachstum haben mittlerweile zu einer Umkehr des langanhaltenden Anstiegs der Wohneigentumsquote geführt. Trotz wiederholter Strukturbrüche bei der Messung dieses wichtigen Indikators, lässt sich feststellen, dass sich Mitte des letzten Jahrzehnts der Trend eindeutig gekehrt hat (siehe untere Grafik). Dies wirft natürlich die Frage auf, inwiefern der in Artikel 108 unserer Bundesverfassung eindeutig festgehaltene Auftrag der Wohneigentumsförderung heute noch erfüllt wird. Der mittelständische Eigenheimtraum ist zum Opfer einer ultraexpansiven Geldpolitik, einer restriktiven Raumplanung und eines regulatorischen Umfelds mit singulärem Fokus auf Finanzmarktstabilität geworden. Angesichts der gesellschaftspolitisch durchaus problematischen Nebenwirkungen dieser Entwicklung ist eine offene, unvoreingenommene öffentliche Diskussion über die Zukunft des Schweizer Wohneigentums unumgänglich. Ohne starken politischen Willen und die Akzeptanz gewisser systemischer Risiken und gesellschaftlicher Kosten werden sich die aktuellen Entwicklungen ungebremst fortsetzen.



### Preisentwicklung und Zustand

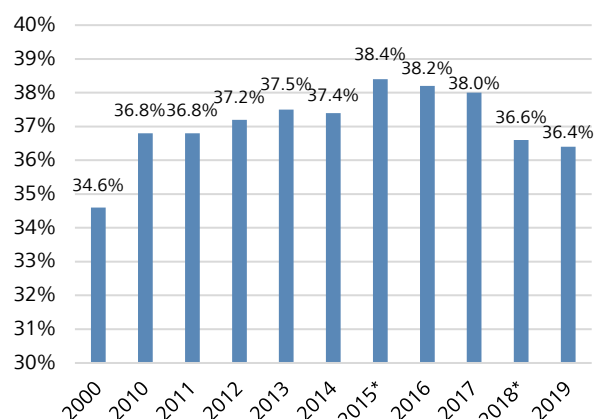
Preisentwicklung von Einfamilienhäusern, nach Gebäudezustand



Quelle: SRED, Raiffeisen Economic Research



### Eigentumsquote



\* Strukturbruch: Quote nur bedingt mit Vorjahreswert vergleichbar

Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

# Was bringt die Zukunft?

**Auch künftig bleibt die Nachfrage nach Wohneigentum gross. Gleichzeitig bleibt das Angebot äusserst knapp. Die Folge sind weiter steigende Preise. Künftig können sich noch weniger Menschen aus eigener Kraft Wohneigentum leisten. Die Wohneigentumsquote wird weiter sinken. Die Schweizer bleiben ein Volk von Mietern. Und das kostet vor allem junge und einkommensschwache Haushalte jedes Jahr bares Geld.**

Nach dem Blick in die Vergangenheit des Eigenheimmarktes, einer ausführlichen Lagebeurteilung der aktuell herrschenden Marktsituation, sowie einer detaillierten Analyse der Nebenwirkungen der jüngsten Entwicklungen, wollen wir zum Schluss nun den Blick in die Zukunft richten und dabei die Frage beantworten, wie die Reise des Eigenheimmarktes weitergeht.

### Weiter steigende Preise

Die aktuellen Eigentumspreise sind mit dem herrschenden Zinsumfeld, aber vor allem auch den Zinserwartungen konsistent. Selbst etwas anziehende Zinsen sind noch problemlos mit dem heutigen Eigenheimpreisniveau vereinbar. Solange es nicht zu einem unerwarteten, grösseren und abrupten Zinsanstieg kommt, gibt es damit auch künftig keinerlei Gründe für einbrechende Eigentumspreise. Durch die tiefen Zinsen bleibt Wohneigentum noch lange günstiger als Mieten. So lange gibt es noch weiteres Potential für grössere Preisanstiege. Unterstellt man hypothetisch ein weiter konstantes Zinsniveau, ähnlich schnell weitersteigende Preise und im gleichen Tempo weiter rückläufige Angebotsmieten, dann sind auf fünf Jahre gerechnet 20% höhere Preise möglich, erst dann hätten sich nämlich die Wohnkosten von Mieten und Kaufen einander angeglichen. Erst wenn die Parität bei den Wohnkosten zwischen den Märkten erreicht ist, wird die Nachfrage nach Eigenheimen abnehmen.

### Abschwächung der Preisdynamik

Aber je höher die Preise steigen, desto weniger Wohnkosten lassen beim Wechsel von Miete in Eigentum einsparen. Zwar kann, wer von der Mietwohnung in ein vergleichbares Eigenheim zieht, immer noch rund 25% seiner Wohnkosten einsparen. Aber dieser Unterschied wird sich mit den steigenden Eigenheimpreisen und langsam sinkenden Neumieten mehr und mehr verkleinern. Je kleiner diese Differenz wird, desto weniger erpicht werden die Menschen sein, das Sparpotential aus einem Wechsel der Wohnform zu erschliessen. Diese Tatsache wird immer stärker Druck von den Eigenheimpreisen nehmen. Wie im Kapitel 3 gesehen kann sich wegen der

hohen Preise nur noch ein Bruchteil der Schweizer aus eigener Kraft ein Eigenheim leisten. Nicht etwa, weil zu wenig Einkommen oder Ersparnis vorhanden wäre, sondern weil die starren regulatorischen Tragbarkeitshürden in Kombination mit den Rekordpreisen zu einer unüberwindbaren Hürde geworden sind. Mit jedem weiteren Prozentpunkt, den die Preise steigen, werden noch mehr Menschen eigentums-«unfähig». Der Kreis der potenziellen Nachfrager wird dadurch immer kleiner. Die hohen Preise beschränken das Nachfragepotential daher in doppelter Hinsicht. Die Preisdynamik wird sich abschwächen, weil der Wohnkostenvorteil immer kleiner wird und die Tragbarkeitshürden mehr und mehr limitierend wirken.

### Ohne Erbe, kein Eigenheim

Auf dem freien Eigenheimmarkt mit eigenem Einkommen und eigenem Ersparnis wird es für immer mehr Menschen unmöglich, eigene vier Wände zu erwerben. Zu stark limitieren Eigenkapital- und Tragbarkeitsanforderungen. Die Lohnentwicklung wird auch künftig kaum mit der Preisdynamik am Markt für selbstgenutztes Wohneigentum mithalten können. Entsprechend sind immer mehr Menschen darauf angewiesen entweder ein Eigenheim zu erben oder von ihren Eltern mit Kapital ausgestattet zu werden, um einen Immobilienkauf finanzieren zu können. Der immer wichtiger werdende Vermögenstransfer zwischen den Generationen ist denn auch der Hauptgrund, warum die Eigenheimpreise trotz Rekordpreisen, die sich nur noch ein Bruchteil der Haushalte aus eigener Kraft leisten kann, weiter zunehmen können. Nur so wird sich auch künftig ein Eigenheimpreisniveau halten können, bei welchem die überwiegende Mehrheit der Haushalte eigentlich nicht mehr eigentumsfähig ist.

### Eigenheimbautätigkeit bleibt tief

Aus den eingereichten Baugesuchen für Wohneigentum lässt sich schon heute ablesen, wie viele Eigenheime in den nächsten rund zwei Jahren gebaut werden. Und das sind nicht viele. Das Niveau der Neubautätigkeit liegt für die nächsten Jahre noch tiefer als heute.

Es gibt kaum Gründe anzunehmen, dass sich das Angebot an neuen Eigenheimen auch über die nächsten zwei Jahre hinaus wesentlich ausdehnen wird. Denn Bauland bleibt ein knappes, stark umkämpftes Gut. Aufgrund des durch die Raumplanung gebotenen haushälterischen Umgangs mit unserem knappen Boden, wird unberührtes Bauland künftig sogar noch rarer. Solange die Zinsen tief sind, bleibt neben dem Eigenheimbau auch der Bau von Mietwohnungen attraktiv. Damit kämpfen Renditeliegenschaften und Eigenheime weiter um die wenigen noch freien Wohnbauparzellen und treiben so gegenseitig die Preise in die Höhe. Die Verdichtung durch Umbauten und Ersatzneubauten muss künftig einen immer grösseren Anteil der Wohnungsproduktion bereitstellen. Der Weg in diese Richtung ist zwar bereits eingeschlagen, aber es handelt sich hier um einen äusserst trägen und langfristigen Prozess mit grossen Hindernissen. Damit sind bauseitig auch künftig keine grösseren Angebotsimpulse zu erwarten.

### **Entspannung durch pensionierte Babyboomer?**

Der Grossteil der Eigenheime ist heute im Besitz von über 60-Jährigen. Um das Pensionsalter herum werden Liegenschaften am ehesten verkauft. Weil in den nächsten Jahren erste Babyboomer das Pensionsalter erreichen, erhoffen sich einige Marktbeobachter eine spürbare Entspannung am Eigenheimmarkt aufgrund eines grösseren Angebots durch verkaufswillige Senioren. Zweifellos wird dadurch das Angebot etwas flüssiger. Aber eine grössere Entspannung sollte man sich davon nicht erhoffen. Die grosse Mehrheit der Senioren bleibt bis zum Tod in ihrem Eigenheim und ein ebenfalls sehr grosser Teil veräussert das Eigenheim nicht, sondern vererbt es zu Lebzeiten direkt an die nächste Generation. Nur ein Teil der durch Babyboomer gehaltenen Objekte werden damit zusätzlich auf den Markt kommen. Und ein bedeutender Teil dieses Effektes wird, wie gesehen, durch den immer geringeren Neubau direkt kompensiert. Selbst wenn wider Erwarten grössere Mengen an Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen auf den Markt kommen sollten und der Markt mit solchen Objekten geflutet wird: Bei jedem dadurch ausgelösten Rückgang der Preise stehen jeweils Scharen von willigen Käufern bereit, die durch den sinkenden Preis eigentumsfähig werden. Die durch die fallenden Preise ausgelöste Zusatznachfrage sichert das Preisniveau gegen unten ab. Sinkende Eigenheimpreise bleiben auch unter Berücksichtigung der demografischen Entwicklung unrealistisch. Insbesondere auch wegen

der anhaltend starken Zuwanderung, die auch künftig dafür sorgen wird, dass die Schweizer Bevölkerung wächst und genügend Wohnraumnachfrage vorhanden ist.

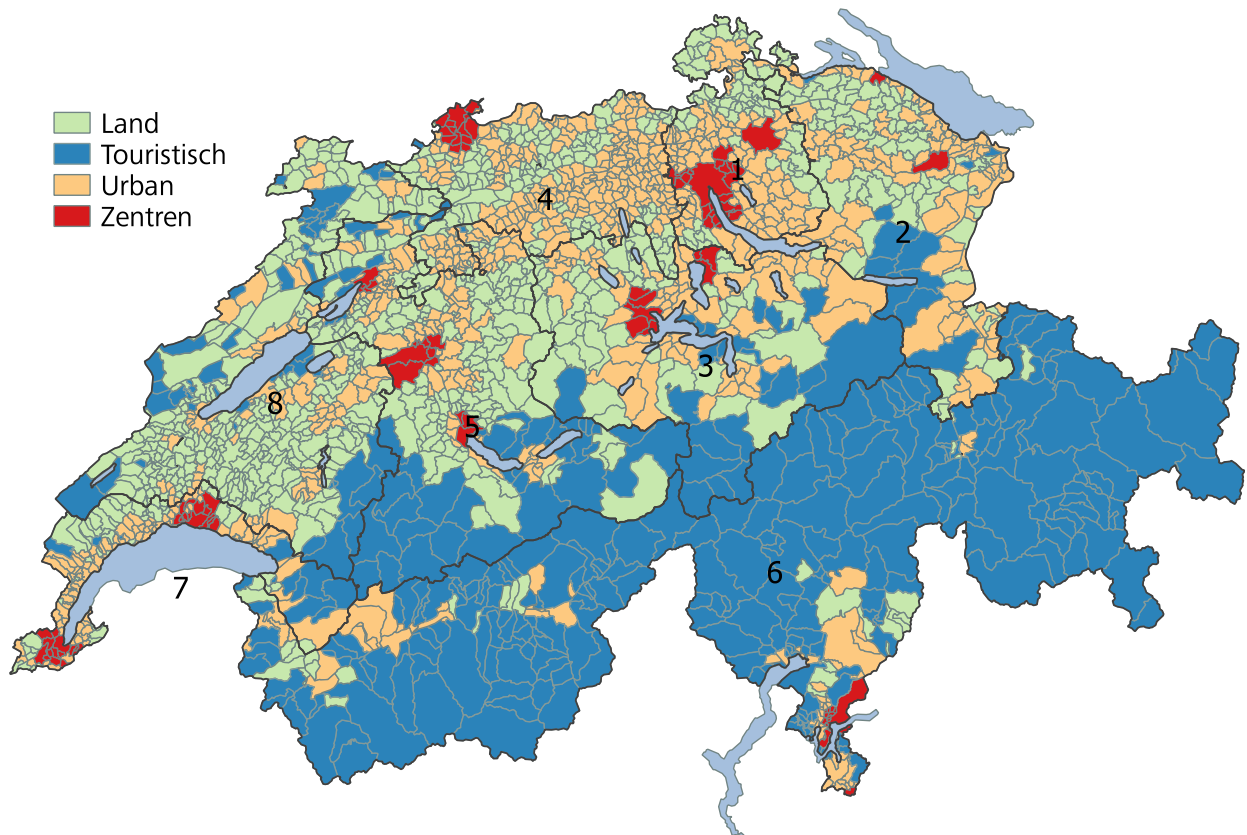
### **Wohneigentumsquote sinkt weiter**

Immer höhere Preise, mehr und mehr limitierende Eigenkapital- und Tragbarkeitsanforderungen und ein immer dünneres Angebot schränken den Kreis potenzieller Wohneigentümer immer stärker ein. In der Folge wird sich die seit Mitte der 2010er Jahre eingeleitete Trendwende bei der Wohneigentumsquote fortsetzen. International gesehen sind wir Schweizer schon immer das Volk mit den wenigsten Wohneigentümern. Künftig werden wir noch mehr ein Volk von Mietern sein. Damit werden die Effekte des über zwanzig Jahre währenden Wohneigentumsbooms, von Mitte der 90er Jahre bis Mitte der 2010er Jahre, allmählich wieder rückgängig gemacht. Die in der Verfassung festgeschriebene Förderung des Wohneigentums rückt damit wieder in die Ferne. Staatliche Bemühungen, Wohneigentum zu fördern, liefen in den letzten Jahren ohnehin auf Sparflamme. Für den wohl einzigen Weg, der eine höhere Wohneigentumsquote ebnen könnte, eine leichte, punktuelle Lockerung der Tragbarkeitsanforderungen fehlt wohl auf absehbare Zeit noch der politische Wille.

### **Fragen der sozialen Gerechtigkeit**

Unter der tiefen Wohneigentumsquote leiden wie gesehen vor allem jüngere Haushalte mit unterdurchschnittlichem Bildungs- und Einkommensniveau. Und zwar in doppelter Hinsicht. Einerseits können sie nicht von den tieferen Wohnkosten im Vergleich zur Mietwohnung profitieren und andererseits bleibt ihnen der Zugang zu den Wertsteigerungen, die Immobilien ermöglichen, verwehrt. Solange sich am herrschenden Marktumfeld nichts ändert, fungiert die regulatorische Tragbarkeitsanforderung weiter als Vehikel für einen verstärkten Vermögenstransfer von ungebildet zu gebildet, von jung zu alt, sowie von arm zu reich. Dies weil sie die Jungen und Haushalte mit unterdurchschnittlichen Einkommen, die aber eigentlich eigentumsfähig sind, im teuren Mietwohnungsmarkt «gefangen» hält. Die aktuellen Entwicklungen am Immobilienmarkt sind mitverantwortlich für eine sich öffnende Schere der Ungleichheit. Diese dürfte von immer mehr Menschen als ungerecht empfunden werden. Je länger die Entwicklungen anhalten, desto mehr werden solche Fragen der sozialen Gerechtigkeit ins Bewusstsein der Menschen rücken und folglich auch Einzug in die politische Agenda finden.

# Gemeindetypen und Regionen



	Leerwohnungsziffer (2021) in %					Baubewilligungen (2020) in % des Wohnungsbestands				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	1.5	1	1.9	1.7	1.3	0.9	1	1	1	0.4
1 Zürich	0.8	0.5	1.1	1.4	-	1.1	1.2	1	1.2	-
2 Ostschweiz	2	2.5	2	1.6	1.3	1	0.6	1	1.1	1.1
3 Innerschweiz	1.1	1	1.1	1.2	1	1.2	1.2	1.2	1.3	0.8
4 Nordwestschweiz	1.9	1	2.3	1.7	1.4	1	0.5	1.1	1.2	0.1
5 Bern	1.6	0.9	2.3	1.8	1	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
6 Südschweiz	2.2	4	3.2	2.4	1.4	0.6	1.1	0.9	1.3	0.4
7 Genfersee	0.9	0.7	1.2	1.2	1.6	1.1	1.3	1.1	0.9	0.3
8 Westschweiz	2.1	-	2.2	1.9	1.3	0.7	-	0.7	0.8	0.4

	Bevölkerung (2020) Ständige Wohnbev., Total und in %					Steuerbares Einkommen (2017) Durchschnitt, in CHF				
	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.	Total	Zentren	Urban	Land	Tour.
Schweiz	8'670'300	30.3	49.2	14	6.5	61'000	65'000	62'000	55'000	47'000
1 Zürich	1'636'530	49.8	43.7	6.5	-	70'000	71'000	69'000	63'000	-
2 Ostschweiz	949'008	10.4	69.3	17.4	2.9	56'000	54'000	57'000	55'000	47'000
3 Innerschweiz	854'449	26.9	51.6	17.6	3.9	72'000	72'000	77'000	56'000	60'000
4 Nordwestschweiz	1'448'855	23.9	66.2	9.8	0.1	62'000	70'000	60'000	59'000	67'000
5 Bern	1'035'594	35.8	38.1	19.9	6.2	52'000	54'000	53'000	48'000	48'000
6 Südschweiz	819'592	11.6	40.2	6.2	41.9	49'000	63'000	50'000	45'000	46'000
7 Genfersee	1'110'727	60.7	30.3	4.8	4.2	67'000	60'000	84'000	76'000	51'000
8 Westschweiz	815'545	-	52.8	41.6	5.5	53'000	-	52'000	53'000	50'000

# Verwendete Abkürzungen

<b>BFS</b>	Bundesamt für Statistik	<b>SRED</b>	Swiss Real Estate Datapool
<b>SNB</b>	Schweizerische Nationalbank		

## Rechtlicher Hinweis

### 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.