

Pensimo Management AG
Obstgartenstrasse 19
Postfach 246
CH-8042 Zürich
Tel. +41 43 255 21 00
kontakt@pensimo.ch
www.pensimo.ch

Pensimo

Der schweizerische Immobilienmarkt – noch florierend dank oder trotz Regulierung und Finanzausnahmezustand?

Von Prof. Dr. Jörg Baumberger¹ & PD Dr. Frank Bodmer²

¹ Titularprofessor em. für Volkswirtschaftslehre, Universität St. Gallen, E-Mail: joerg.baumberger@unisg.ch

² Selbständiger Ökonom und Privatdozent Universität Basel, E-Mail: frank.bodmer@unibas.ch

INHALTSVERZEICHNIS

1. Einführung	2
2. Was wird am «Immobilienmarkt» gehandelt und bewertet?	3
3. Die Entwicklung von Preisen und Mengen	5
4. Makroökonomische Herausforderungen	9
4.1 Warum die Deutung der Marktentwicklung bei Immobilienmärkten besonders schwierig ist	9
4.2 Zinsentwicklung	10
4.3 Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum	12
5. Regulatorische Entwicklungen	13
5.1 Raumplanung, Bau- und Zonenordnungen	13
5.2 Lex Koller	14
5.3 Mietzinsregulierungen	15
6. Abschliessende Bemerkungen	18
Literaturhinweise	19
Anhang: Die langfristige Entwicklung der Hypothekarzinsen	19

1. EINFÜHRUNG

Der Schweizer Immobilienmarkt befindet sich derzeit vermutlich nicht in einem Zustand längerfristig extrapolierbaren Wachstums von Beständen und Preisen. Dazu sind die Rahmenbedingungen im Moment wohl zu extrem. In den letzten 16 Jahren verzeichneten die Preise in praktisch allen Regionen einen starken Anstieg. In jüngster Zeit lässt sich eine deutliche Verlangsamung des Preisauflaufs beobachten, in einigen Regionen werden sogar moderate Preisreduktionen gemessen. Die meisten Beobachter erwarten eine Konsolidierung auf hohem Niveau, wenige einen deutlichen Preiszerfall. Konsensmeinungen sollten aber auf Immobilienmärkten stets mit Vorsicht genossen werden, da Gipfel- und Tiefpunkte in Immobilienzyklen nach aller Erfahrung in der Regel schlecht antizipiert werden und sanfte Landungen eher Ausnahmephänomene sind.

Die aktuelle Unsicherheit hängt einerseits mit dem makroökonomischen Umfeld zusammen. Die nominellen Zinsen sind schon seit einigen Jahren sehr tief und inzwischen auf rekordtiefem Niveau angelangt. Eine Zinserhöhung erlangt eine

nicht mehr zu vernachlässigende Wahrscheinlichkeit. Auf der anderen Seite kann das Wirtschaftswachstum der letzten Jahre nicht vorbehaltlos als fundamental robuster Trend für die auch nur mittelfristige Zukunft angenommen werden. Exportwirtschaft, Tourismus und Detailhandel stehen aufgrund des starken Frankens und des Strukturwandels unter Druck. Auch die noch vor 15 Jahren in keiner Weise antizipierte hohe Einwanderung kann nicht ohne weiteres als Fundamentalwachstumskonstante betrachtet werden. Die Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative und die dadurch allenfalls ausgelösten Modifikationen vielfältiger anderer – bestehender und angestrebter – Beziehungen zum EU-Raum stellen einen erheblichen Unsicherheitsfaktor dar. Und selbst unabhängig von spezifischen Einwanderungsbremsen kann das allgemeine Wirtschaftswachstum sich auch direkt auf die den Immobilienmarkt treibende Immigration auswirken. Phasen steigender Immobilienpreise und namentlich Mieten sind zudem bisweilen auch Phasen politischen Aktivismus. Die Politik reagiert auf Preisanstiege auf den immobilienbezogenen Märkten mit dem Reflex, «etwas» tun zu müssen, selbst wenn die Signale nur ökonomisch funktional erklärbar – mitunter sogar durch bestehende

Staatsinterventionen bewirkte – Marktentwicklungen abbilden und keine Anzeichen von Marktversagen bestehen. Aktuell schlägt der Bundesrat eine Verschärfung der Mietzinsregulierung sowie der Lex Koller vor.

Der vorliegende Beitrag beleuchtet den Immobilienkomplex der schweizerischen Volkswirtschaft vor dem Hintergrund eines einfachen Modells von fünf konstituierenden immobilienbezogenen Märkten. Um die Interdependenz dieser Märkte stets im Auge zu behalten, stützen wir uns in unserer Analyse in erster Approximation auf eine durch uns leicht angereicherte Version des in der Immobilienökonomie klassischen Modells von Denise DiPasquale und William C. Wheaton.³ Wir deuten den Zustand der Immobilienmärkte einerseits als Antwort auf das makroökonomische Umfeld und geltende und geplante gesetzliche Regulierungen sowie andererseits als «inneres» Resultat der Interaktion der endogenen Immobilienmärkte unter sich. Ziel ist dabei nicht die Formulierung von Prognosen, sondern in erster Linie die Vermittlung von Einblicken in die gegenwärtigen und künftigen Kontingenzen dieser Märkte und im gleichen Zug die Bereinigung einiger populärer Fehlannahmen und Fehlschlüsse.

2. WAS WIRD AM «IMMOBILIENMARKT» GEHANDELT UND BEWERTET?

Genauso wie es keinen skalaren, in einer Zahl messbaren gesamtwirtschaftlichen realen Output, keinen skalar messbaren gesamtwirtschaftlichen Kapitalstock und somit auch kein gesamtwirtschaftliches Güter- und Dienstleistungs- oder Asset-Preisniveau gibt, gibt es auch keine homogene, eindimensionale Immobiliensubstanz mit einem einfachen «Preisniveau».

Wer indessen vor lauter heterogenen Bäumen den Wald des Immobilienmarktkomplexes einer Volkswirtschaft nicht vollends aus dem Blick ver-

lieren möchte, ist gut beraten, stets mindestens die grossen interdependenten Klassen immobilienbezogener realer «Güter» im Hinterkopf zu behalten. Es sind dies:

- **der aktuelle Immobilienbestand** im Sinne des vielfältigen Parks qualitativ, gestaltmässig und räumlich heterogener Bauten und (noch) unüberbauter Bodenflächen,
- **die laufende Bauproduktion** im Sinne der in einer Periode erfolgenden Neu-, Erweiterungs-, Um-, Rück-, Ersatz- und Unterhaltsbauten, welche den bestehenden Park quantitativ und qualitativ verändern,
- **der laufende Belegungsservice**, d.h. der Nutzungsservice aus dem bestehenden Immobilienpark und der Bewirtschaftung (noch) unüberbauter Flächen.

Es ist nützlich, sich diese drei «Güter» als Substanzen von fünf fundamentalen, eng vernetzten Realmärkten vorzustellen (*Abbildung 1*):

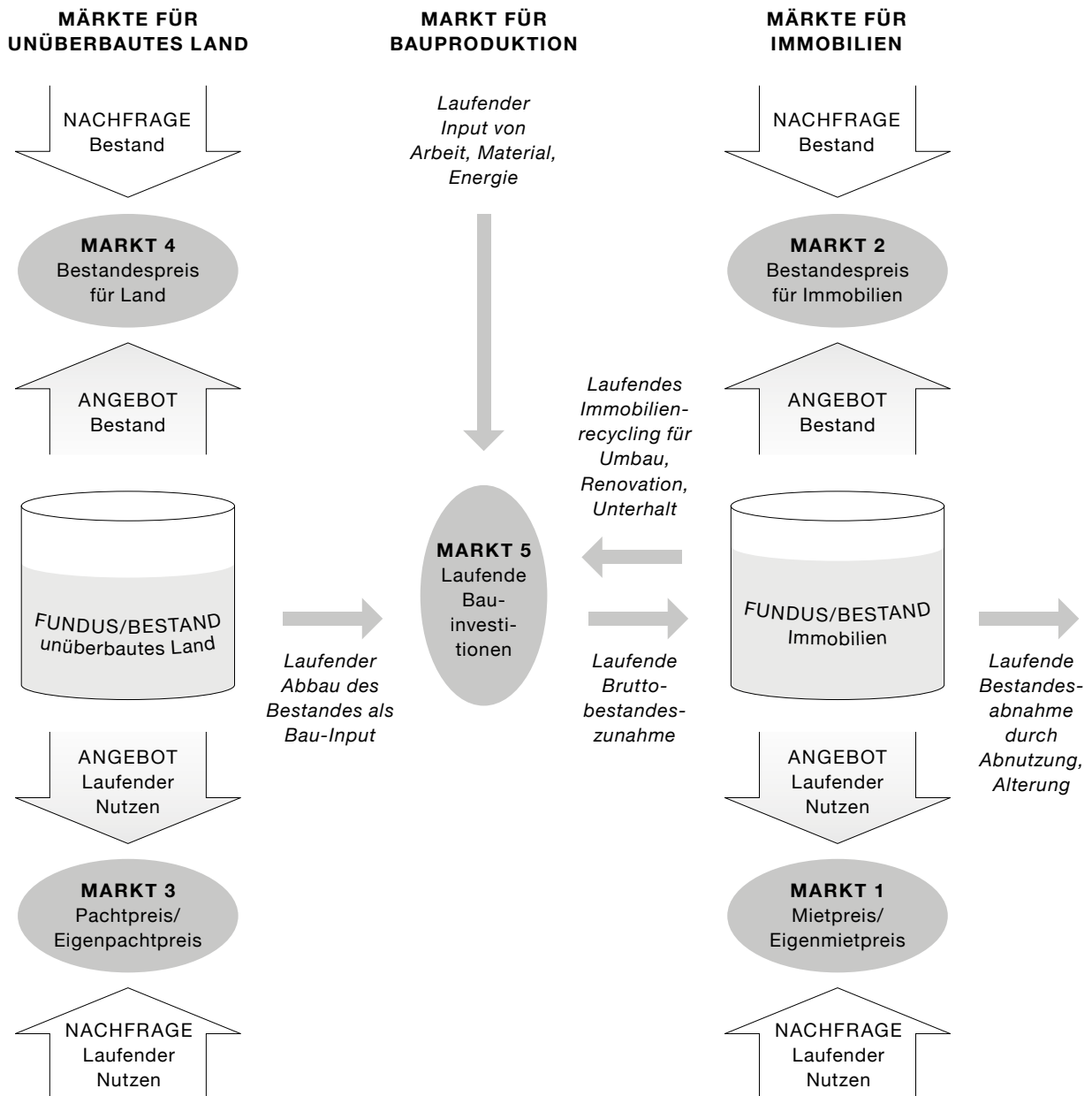
- A) Die **zwei Bestandesmärkte**, nämlich
 - a. der Markt für Eigentumsrechte an bestehenden Bauten (Markt 2: «market for existing structures»),
 - b. der Markt für Eigentumsrechte an unversiegeltem (potentiell aber versiegelbarem) Boden (Markt 4: «market for unimproved land»).
- B) Die **zwei untrennbar an die Bestandesmärkte gekoppelten Nutzungsmärkte**, nämlich
 - a. der Markt für den laufenden Belegungsnutzen (Markt 1: «market for current occupancy of structures») aus dem momentan bestehenden Immobilienbestand in Form von Miete und Eigenmiete für Geschossflächen oder -kuben,
 - b. der Markt für die laufende Fremd- und Eigennutzung unversiegelten Bodens (Markt 3: «market for current occupancy of unimproved land») in Form von Pacht und Eigennutzung unversiegelten Bodens).
- C) **Der Bau(investitions)markt** (Markt 5: «market for current construction output»), über welchen unter Einsatz der Produktionsfaktoren Arbeit, Bauausrüstungen, Baumaterialien und Energie sowie durch den Abbau des Bestandes bisher

³ DiPasquale und Wheaton (1996) und Baumberger (2007).

unversiegelten Bodens die Immobilienbestandesveränderungen produziert werden. Diese Investitionen erfolgen in Antizipation von Nachfrage nach zusätzlichen Beständen zu kompetitiven Preisen, und diese wiederum in Antizipation von zusätzlicher Nutzungsnachfrage.

Jedes Bestandesobjekt ist in jedem Augenblick simultan auf zwei Märkten präsent, nämlich einerseits auf dem eigentlichen **Bestandesmarkt**, auf welchem ein kleiner Teil der bestehenden Eigentumsrechte sichtbar die Hand wechselt. Nicht minder bedeutsam ist jedoch in jedem Moment

Abbildung 1: Funktionsweise des Immobilienmarkts als «Fünfmärkte-Netzwerk»



jener viel grössere Teil des Bestandes, der lediglich gehalten wird und dessen Eigentumsrechte somit durch die bestehenden Eigentümer selbst nachgefragt werden. Der zweite Markt jedes Bestandesobjekts ist der **Markt für den Servicenutzen**, auf welchem der laufende Belegungsnutzen bewertet und zu einem ebenfalls stets nur kleinen Teil neu kontrahiert wird. Auch hier spielen die durch Eigentümer selbst nachgefragten Belegungsservices eine ebenso wichtige Rolle wie die an Dritte verkauften Belegungsnutzungen (d.h. vermietete Belegungstranchen).

Jede manifest werdende Veränderung auf einem der fünf Märkte widerspiegelt gleichzeitig auch die endogenen Zustände und Veränderungen auf den anderen vier Märkten sowie die exogenen Bedingungen der makroökonomischen, finanziellen und regulatorischen Umgebung. In dynamischer Betrachtung könnte man von einem Fünfmärkte-Whirlpool sprechen.

Die Bestandes- und Servicemärkte sind in jedem Moment quasi-physisch miteinander verknüpft, da nur existierende Bestände Belegungsnutzen erzeugen können und somit der Eigentumswert des Bestandesparks letztlich den erwarteten Gegenwartswert der künftigen Services abbildet. Die nachgefragten Nutzungsservices bilden die reale Basis eines jeden Immobilienwertes. Eine Immobilie ohne jede Aussicht auf eine Nachfrage nach Belegungsnutzen ist eine Ruine ohne (oder mit negativem) Wert. Der Wert der Bestände ist eine Funktion der über eine lange Zukunft erwarteten Preise der Nutzungsservices und der erwarteten Zinsentwicklung, welche in die Diskontierung der künftigen Erträge einfließen. Da Inflation der Nutzungsservicepreise und die Nominalzinsen mittel- bis langfristig stark – allerdings nicht perfekt – mit der allgemeinen Inflation korrelieren, achten Akteure ohne Geldillusion stärker auf das Realmietenzwachstum und die Realzinssätze als auf Nominalmietenzentwicklung und Nominalzinssätze. Nicht alle Akteure sind jedoch gleich stark bemüht, die Falle der Geldillusion zu meiden.

Da im Prinzip jeder Akteur selbst entscheiden kann, ob er im Moment mit Dritten in Transaktionen ein-

treten will oder nicht, offenbaren die sichtbaren Transaktionspreise immer auch relevante – wenn auch nie total sichere – Informationen über die Werte des Parks aller nicht übertragenen Objekte. Halter und Horter von Immobilien sowie Kaufabstinenten sind in diesem Sinne in jedem Moment voll – wenn auch unsichtbare – Teilnehmer am Markt.

Die fünf Märkte sind eingebettet in das reale makroökonomische Umfeld, die nationalen und internationalen Finanz- und Asset-Märkte sowie das regulatorische Umfeld. Daraus ergeben sich die folgenden exogenen Bestimmungsfaktoren für Angebot und Nachfrage:

- **Einkommen, Präferenzen, Demographie und Wirtschaftsaktivität** sind die wichtigen Argumente in den Nachfragefunktionen für Belegungsservices.
- **Renditen der allgemeinen Finanz- und Kapitalmärkte** beeinflussen die Bewertung von Bestandesimmobilien und Bauprojekten.
- **Löhne im Bau- und Immobiliengewerbe und andere Baukosten** beeinflussen das Angebot bei den Bauinvestitionen.
- **Das regulatorische Umfeld** kann Angebot und Nachfrage auf allen fünf Märkten beeinflussen.

3. DIE ENTWICKLUNG VON PREISEN UND MENGEN

Die Entwicklung von Preisen und Mengen des Immobilienkomplexes lässt sich vereinfacht in acht Punkten zusammenfassen:

Mengen:

- Steigender Bestandespark gebauter Immobilien,
- damit simultan steigendes Angebot laufenden Belegungsnutzens,
- steigendes laufendes Bauvolumen,
- abnehmender Bestand erstüberbaubarer Flächen und damit zunehmende Knappheit solcher Flächen.

Preise:

- Steigende Preise des Bestandesparks,

- steigende Belegungspreise (Mieten, Eigenmieten),
- steigende Baukosten,
- steigende Preise für verfügbares Bauland.

Alle diese Befunde passen recht gut in ein einfaches Modell eines Whirlpool-Immobilienkomplexes in Expansion, in welchem eine steigende Nachfrage steigende Preise und steigende Preise steigende Bestände produzierbaren Realkapitals (Gebäude, «structures») sowie abnehmende Bestände nicht produzierbaren Realkapitals (freier überbaubarer Boden, «vacant land») bewirken, und wo gleichzeitig die steigenden Preise die Expansion etwas dämpfen, aber nie abwürgen.

Im Einzelnen lässt sich folgendes Bild erkennen: Seit Beginn des Jahrtausends haben die durchschnittlichen Bestandespreise für Eigentumswohnungen laut Zahlen von Wüest und Partner (W&P) nominal um knapp 80 % zugenommen, die Preise für Einfamilienhäuser um knapp 60 %. Korrigiert um die Inflation waren es 68 % für Eigentumswohnungen und 47 % für Einfamilienhäuser (*Abbildung 2*). Der Preisanstieg fiel damit bei den Eigentumswohnungen ähnlich aus wie in der letzten Boomphase Ende der 1980er Jahre, war bei den Einfamilienhäusern aber etwas moderater.

Ein gewisser Kontrast zur vorangehenden Boomphase der 1980er Jahre besteht dagegen bei den Angebotsmieten, d.h. den publizierten Mieten für neu zu vermietende Wohnungen. Mit real 43 % war der Anstieg der Angebotsmieten im momentanen Aufschwung zwar immer noch erheblich. Wohl vor allem dank der regen Bautätigkeit lag dieser Anstieg aber deutlich unter dem Anstieg von 95 % zwischen 1978 und 1992. Am tiefsten fiel der Anstieg mit real 16 % bei den Durchschnittsmieten aus. Dies dürfte auf die später noch eingehender zu diskutierenden Mietmarktregulierungen sowie auf die selbst in total freien Märkten zu beobachtende und ökonomisch durchaus funktionale Trägheit der Mieten für «sitting tenants» zurückzuführen sein.

Die Zahlen des Immobilienberatungsunternehmens IAZI ergeben für den gleichen Zeitraum ein

etwas tieferes Wachstum bei den Preisen für Eigentumswohnungen von real 57 % und ein leicht höheres Wachstum bei den Einfamilienhäusern von 52 % (*Abbildung 3*). Nach den Zahlen des IAZI lag der Preisanstieg bei den Renditeliegenschaften mit 54 % zwischen demjenigen für Eigentumswohnungen und demjenigen für Einfamilienhäuser.

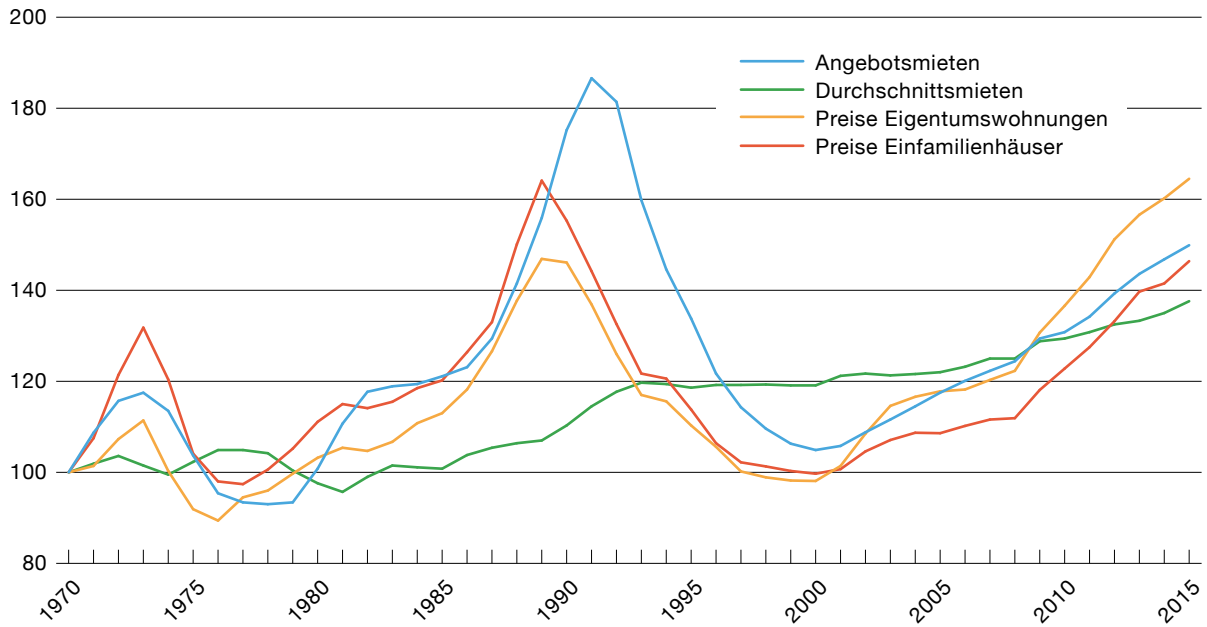
Der Preisanstieg der Immobilien reflektiert sich auf der Angebotsseite primär in einem Bodenpreisanstieg und – etwas weniger stark – in einem Anstieg der Baukosten. Die Baukosten stiegen real (d.h. relativ zum Konsumentenpreisindex) zwischen 2000 und 2015 nur um rund 10 % (*Abbildung 4*). Zwischen 1970 und 1990 ist zwischen Immobilienpreisen und Baukosten eine weitgehend parallele Entwicklung festzustellen, für die 1990er Jahre dagegen eine Entkoppelung mit einem Sinken der Baukosten.

Boden ist nicht produzierbar, was in der Schweiz aufgrund der sehr beschränkten besiedelbaren Teilfläche besonders stark spürbar ist.⁴ Eine höhere Nachfrage nach Serviceleistungen führt in einer solchen Situation fast zwingend zu deutlichen Bodenpreissteigerungen. Berechnungen auf Basis von Preisdaten des IAZI haben z.B. ergeben, dass die Bodenpreise zwischen 1978 und 2008 um jährlich 4.2 % gestiegen sind, die Preise der Bauten im gleichen Zeitraum aber nur um 1.9 %.⁵ Dabei gilt, dass die zunehmende Nutzungsnachfrage verantwortlich für den Anstieg der Bodenpreise ist. Mit anderen Worten sind es steigende Mieten, welche den Bodenpreis erhöhen, und nicht umgekehrt. Durch höhere Knappheit induzierte Preise haben zudem den wichtigen Effekt, dass sie die Ausweitung der Mengen begrenzen. Indessen war auch die deutliche induzierte Bodenpreissteigerung nicht ausgeprägt genug, um – zusammen mit der moderaten Baukostenzunahme – den Mengenboom nachhaltig zu bremsen.

⁴ Die grundsätzlich besiedelbare Fläche, d.h. die Fläche ohne Seen, Gletscher, Felsen, Wälder beträgt in der Schweiz weniger als die Hälfte des Gesamtterritoriums. Werden noch die Landwirtschafts- und Verkehrszonen abgezogen, so betragen überbaute und unüberbaute Bauzonen noch weniger als 10 % der topografischen Fläche.

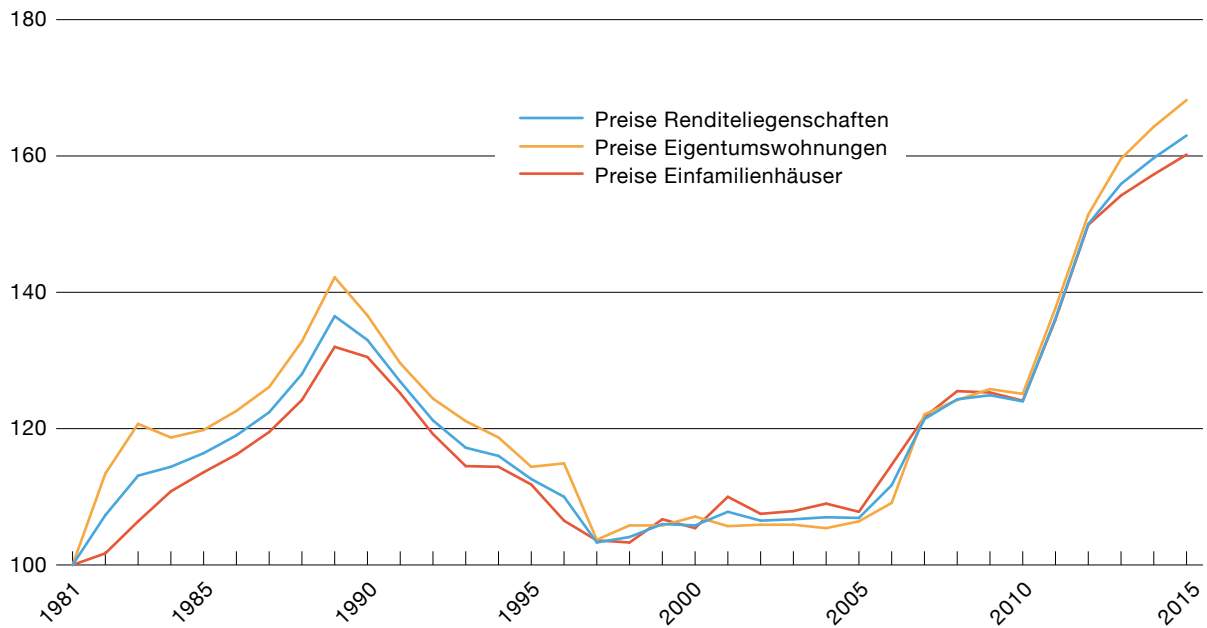
⁵ Bourassa et al. (2012).

Abbildung 2: Bestandespreise (W&P) und Nutzungspreise, Real, 1970–2015



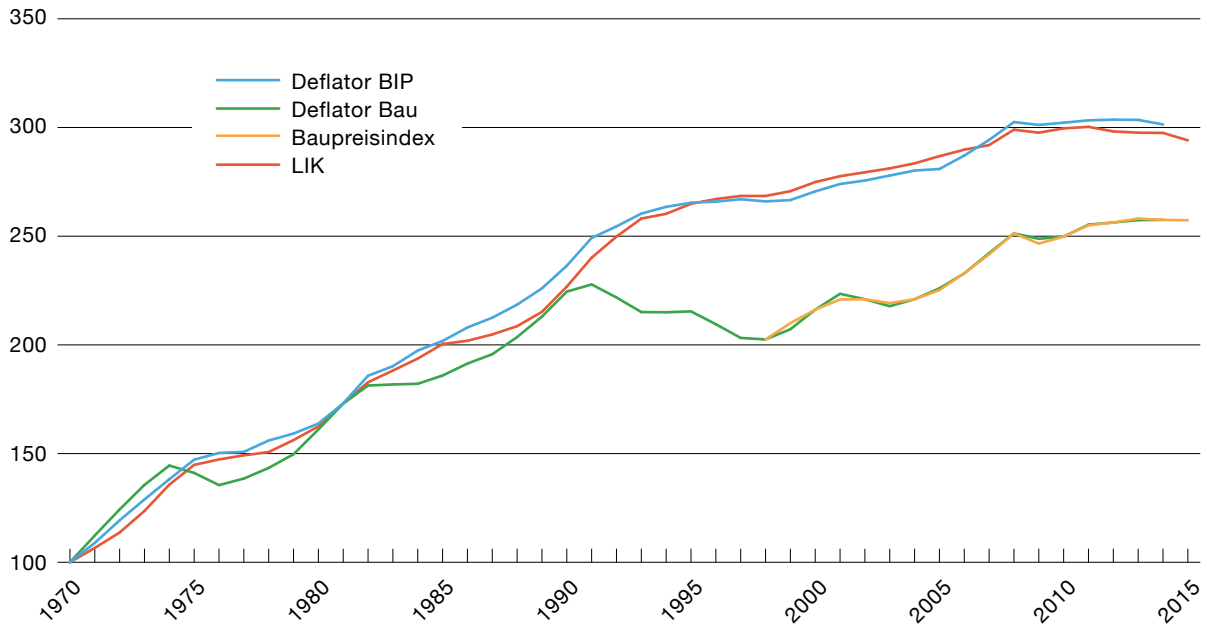
Quelle: Eigene Berechnungen; Zahlen normalisiert auf 1970 = 100, korrigiert mit Landesindex der Konsumentenpreise (LIK); Angebotsmieten, Preise Eigentumswohnungen und Preise Einfamilienhäuser stammen von W&P/SNB, Durchschnittsmieten (= LIK Miete) und LIK vom BFS.

Abbildung 3: Bestandespreise (IAZI), Real, 1981–2015



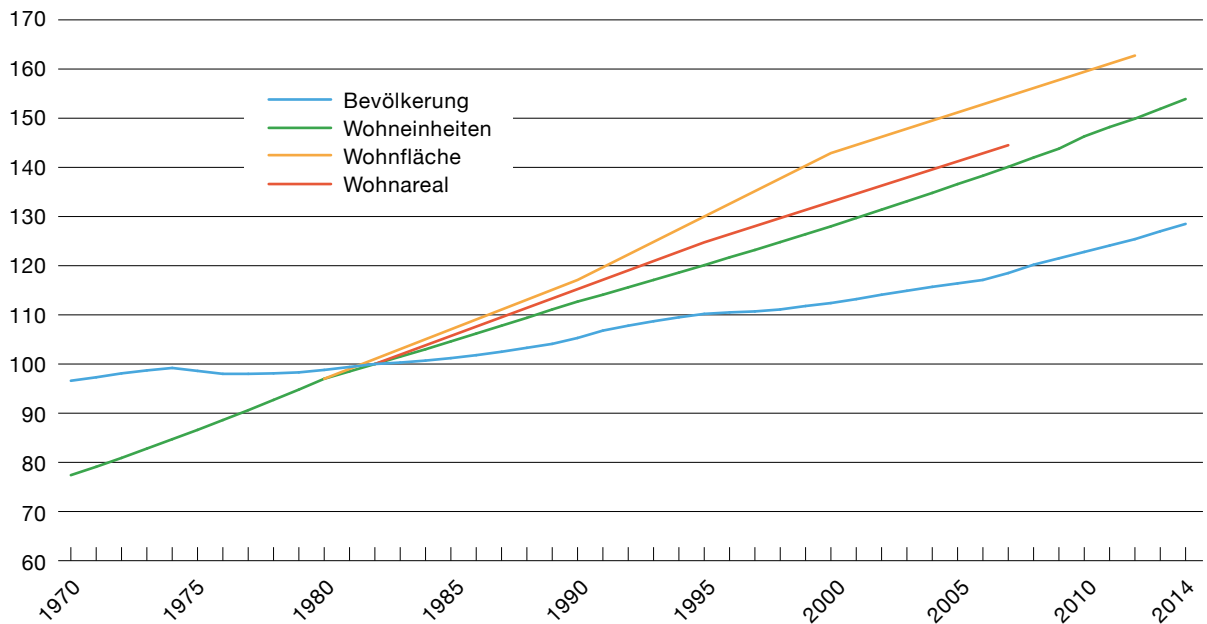
Quelle: Eigene Berechnungen; Zahlen normalisiert auf 1981=100, korrigiert mit Landesindex der Konsumentenpreise (LIK); Preisdaten stammen vom IAZI, LIK vom BFS.

Abbildung 4: Baupreise, 1970–2015



Quelle: Eigene Berechnungen; Zahlen normalisiert auf 1970 = 100. Die Daten für Deflator BIP und Deflator Bau stammen vom seco, Baupreisindex und Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) vom BfS.

Abbildung 5: Bevölkerung, Wohneinheiten, Wohnfläche und Raumnutzung, 1970–2014



Quelle: Eigene Berechnungen; Zahlen für die Wohnfläche liegen für die Jahre 1980, 1990, 2000 und 2012 vor und stammen vom BfS, die übrigen Jahre sind interpoliert. Zahlen zum Wohnareal stammen aus der Arealstatistik mit den Erhebungsjahren 1979–1985, 1992–1997 und 2004–2009. Für die Arealstatistik wurde das mittlere Jahr der Erhebung verwendet. Die übrigen Jahre sind interpoliert. Zahlen für Bevölkerung und Wohneinheiten stammen vom BfS.

Bei den Mengen können Anzahl Wohneinheiten, die Nutzung von Wohnfläche und die Nutzung von Boden unterschieden werden. Es zeigt sich, dass das Wachstum der Einheiten über dem Wachstum der Bevölkerung lag und das Wachstum von Wohnfläche nochmals etwas darüber (*Abbildung 5*). Das Wachstum des für Wohnbauten genutzten Bodens lag zwischen demjenigen für Wohneinheiten und demjenigen für Wohnfläche. Mit anderen Worten hat sich der Verbrauch von Boden im Verhältnis zum gesamten Wohnbedarf reduziert.

Zwei fundamentale exogene Treiber standen hinter der Entwicklung der Immobilienmärkte seit der Jahrhundertwende:

- 1) **Wachstum von Einkommen und Bevölkerung:** Seit der Jahrtausendwende ist ein relativ solides Wirtschaftswachstum zu beobachten, welches sich auch in steigenden Realeinkommen niederschlug. Die Bevölkerung verzeichnete ebenfalls ein deutliches Wachstum, vor allem angetrieben durch eine hohe Einwanderung. Diese realen Impulse verschieben die Nachfrage nach allen Arten von Belegungsdienstleistungen (Wohnen, Geschäfts-, Industrie- und Büronutzung) «nach aussen». Diese Impulse des Belegungsmarktes übertrugen sich auf alle vier «rückwärtigen» Märkte und erhöhten die Mengen und damit tendenziell auch die Preise in allen fünf Märkten.
- 2) **Langjährig sinkende, zuletzt historisch einmalig niedrige Zinssätze:** Das Finanzumfeld, welches Realimpulse potentiell verstärken oder dämpfen kann, wirkte per Saldo eindeutig stimulierend. Die tiefen Zinsen senkten die von Anlegern auf allen Märkten beanspruchten bzw. erreichbaren Renditen. Selbst bei unveränderten Mietzinserwartungen schlugen sich die tieferen Zinsen via tiefere Abdiskontierungsraten in höheren Bestandesbewertungen nieder. Bei der Deutung der Effekte dieser niedrigen Zinssätze ist freilich Vorsicht geboten. Letztlich sind es nicht die Nominalzinssätze, welche die Werte des Immobilienbestandes treiben sollten, sondern die Realzinssätze und dies über die gesamte Lebensdauer

der Objekte. Temporär niedrige Nominalzinssätze allein reichen letztlich höchstens für die Alimentierung einer irrationalen Blase.

4. MAKROÖKONOMISCHE HERAUSFORDERUNGEN

Das Steigen der Preise bei einer deutlichen Ausweitung der Mengen stellt sicherlich keine Überraschung dar. Damit ist allerdings noch nicht gesagt, dass der momentane Zustand unbesehen als stabiler Wachstumstrend oder die in jüngster Zeit festgestellten Preiskonsolidierungen als sanfte Landung auf einem Hochplateau gedeutet werden können. Aus verschiedenen Gründen bleibt es möglich, dass der Status quo sich in absehbarer Zeit als Übertreibung entpuppen könnte. Dabei spielen sowohl die Eigenheiten der Immobilienmärkte eine Rolle als auch Veränderungen bei den makroökonomischen und regulatorischen Rahmenbedingungen.

4.1 Warum die Deutung der Marktentwicklung bei Immobilienmärkten besonders schwierig ist

Immobilien sind extrem langlebige Investitionsobjekte, sie sind «here to stay». Real kann ihr Bestand nach dem Bau nur noch durch Vernachlässigung und Zerfall allmählich reduziert werden. Andererseits lassen sich reale Immobilieninvestitionen immer nur unter Inkaufnahme erheblicher Verzögerungen realisieren. Es ergeben sich Verzögerungen bei der Planung, der Submission, der Bewilligung (inklusive der Möglichkeit von Einsprachen) und schliesslich beim eigentlichen Bau. Dies bedeutet, dass ein neu erstelltes Objekt oft in einer anderen Welt ankommt als in jener, welche die Planer sich vorgestellt hatten.

Während die physischen Bestandesmengen und ihre Services somit einer quasi-physikalischen Existenzträgheit unterliegen, sind die Preise keinen solchen «Naturgesetzen» unterworfen. Bei der Preisbildung spielen zwar die fundamentalen Faktoren eine Rolle. Daneben fliessen aber notwendigerweise auch psychologische Fak-

toren ein; erwähnt seien nur der oft festzustellende Herdentrieb und die Neigung zu Extrapolationen wenige Jahre dauernder Trends. Eher selten beachten Anleger auch nur den ganzen vorangehenden, geschweige denn mehr als einen zurückliegenden Zyklus. Marktakteure müssen zwingend nicht nur die aktuellen Zustände korrekt interpretieren; sie müssen auch die zukünftige Entwicklung von Nutzungserträgen und Zinsen prognostizieren und deren Unsicherheiten einschätzen. Psychologische Faktoren können dabei leicht Über- wie Unterreaktionen produzieren.

Aus diesen Gründen – Langlebigkeit, Verzögerungen beim Bau und mitunter irrationale Erwartungsbildung – erklärt es sich, dass Immobilienmärkte eher selten asymptotisch von einem Gleichgewicht zum nächsten konvergieren, sondern im Gegenteil zu mehrere Jahre dauerndem Über- und Unterschüssen neigen. Ironischerweise sind adaptive Erwartungen, d.h. Erwartungen, welche sich ständig vermeintlich vorsichtig an die jüngste Vergangenheit anpassen, besonders anfällig für solche Zyklen.⁶ Die systematischen Reaktionsverspätungen können dabei durchaus zyklusverstärkend wirken, da dabei die Gesamtdynamik übersehen wird.

4.2 Zinsentwicklung

Zinsen dringen in erster Linie über die Bewertung von Immobilien und Bauprojekten und damit über den Bestandes- und den Investitionsmarkt (Märkte 2 und 5) in das System ein und verbreiten ihre Wirkungen von dort auch in die «rückwärtigen» Märkte des Systems. Die aktuelle Zinslandschaft ist in historischer Sicht ein Ausnahmezustand. Nie waren die nominalen Sätze in den letzten 65 Jahren auch nur annähernd so tief wie zurzeit (*Abbildungen 6 und 7 sowie Anhang*).

Niedrige Nominalzinssätze können fundierte oder unfundierte Auswirkungen haben. Entscheidendes hängt davon ab,

- ob und inwiefern die niedrigen Nominalsätze auch niedrige Realsätze anzeigen und
- ob und inwiefern der Zustand der Realzinssätze dauerhaft oder transitorisch ist.

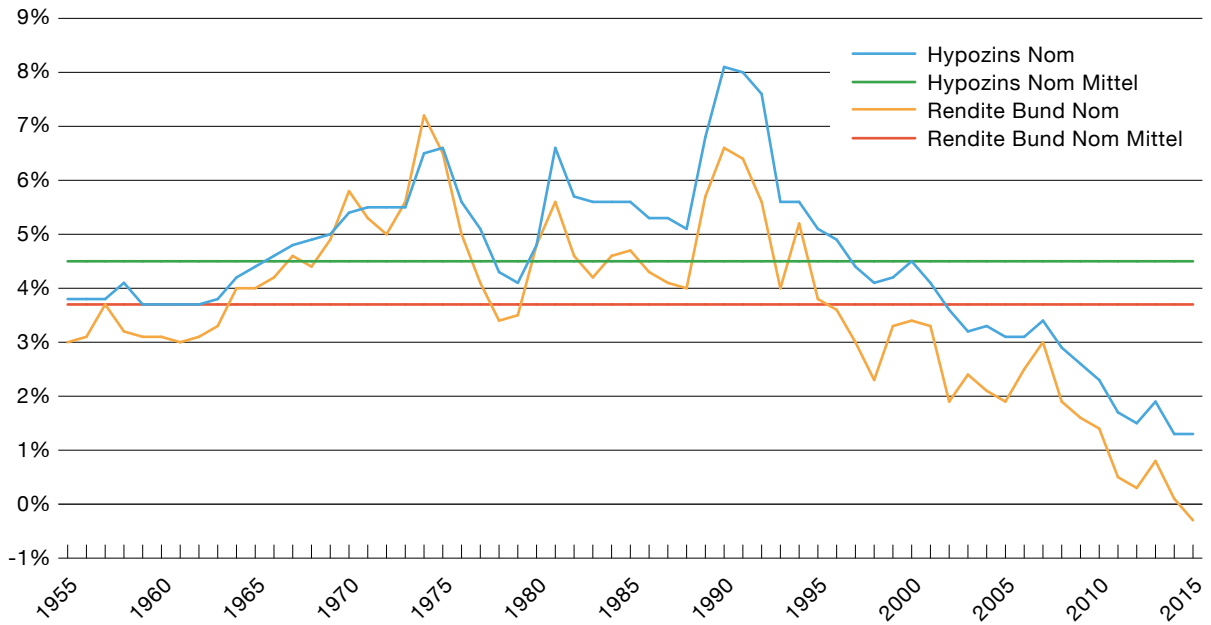
Der Blick auf die Zahlen zeigt, dass die tiefen Nominalzinssätze infolge der ebenfalls tiefen gemessenen Inflation nicht mit tiefen Realzinssätzen verwechselt werden sollten. Letztere bewegen sich derzeit immer noch im Korridor des langfristigen Mittels. Wird dies auch für die Zukunft erwartet, so besteht rein aufgrund der Zinsumgebung in erster Analyse momentan kein Grund zu drastischen Änderungen der Immobilienpreise.

Niedrige Nominalzinssätze können indessen durchaus auch unfundierte Impulse auslösen. So können sie z.B. eine Erschwinglichkeitsillusion bewirken, wenn Mieter ihre gegenwärtige periodische Miete mit den für dieselbe Wohnung derzeit von Eigennutzern bezahlten Hypothekarzinsen vergleichen und zum Schluss gelangen, als Eigentümer erheblich günstiger wohnen zu können denn als Mieter. Dieses Kalkül könnte zunächst einmal die bei Eigentum in grösseren und kleineren Perioden anfallenden Unterhaltskosten sowie die Risiken eines wenig diversifizierten Vermögens übersehen; vor allem aber wäre bei anhaltender Deflation zu berücksichtigen, dass unter solchen Bedingungen selbst die nominell vielleicht 15 Jahre lang konstanten niedrigen nominalen Hypothekarzinszahlungen in realen Franken ständig steigen würden.⁷ Zudem ist es sehr unsicher, welche Nominal- und Realsätze im Augenblick der Refinanzierung herrschen werden. Die in der Schweiz eingeführten Regeln zur Tragbarkeitsevaluation für Wohneigentumshypothesen sind allerdings geeignet, die Tragbarkeitsillusion in einem gewissen Masse zu konterkarieren.

⁶ Wheaton (1999).

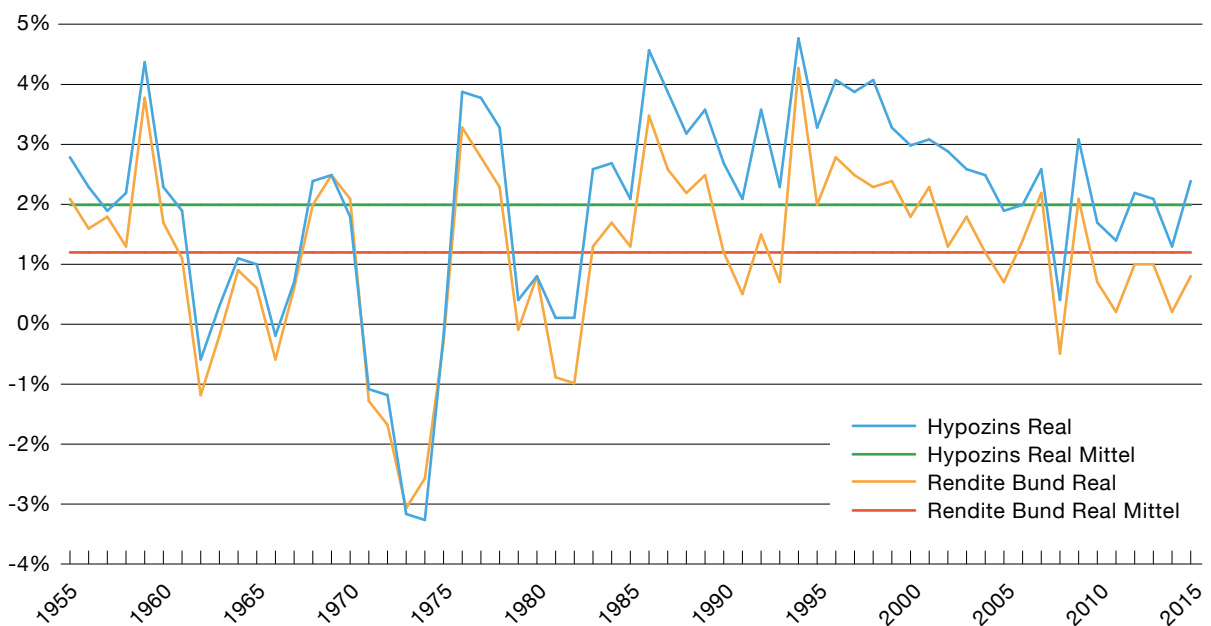
⁷ Dieser Effekt kann als «reverse tilt effect» bezeichnet werden. Bekannt ist der «inflation tilt effect», d.h. die aufgrund der Inflation hohe reale Anfangsbelastung und über die Zeit sinkende Realbelastung und reale Selbstamortisation von Hypotheken (siehe dazu Fabozzi und Modigliani [1992, 217–219]).

Abbildung 6: Nominale Zinsen, 1955–2015



Quelle: Eigene Berechnungen; Hypothekensatz konstruiert aus Verknüpfung von Zins auf Variable Hypotheken (alt) aus SNB – Historische Statistik, Zinssatz für Variable Hypotheken (mittel) aus SNB – Statistische Monatsheft, Zinssatz für 5-Jahres Hypothek aus SNB – Statistisches Monatsheft. Rendite für Bundesobligation (10 Jahre) für die Jahre 1988 bis 2015 aus SNB – Statistisches Monatsheft, frühere Jahre aus OECD – Main Economic Indicators.

Abbildung 7: Reale Zinsen, 1955–2015



Quelle: Eigene Berechnungen; Nominalzinsen aus Abbildung 6 korrigiert um Inflation nach Landesindex der Konsumentenpreise.

Institutionelle Anleger wie Pensionskassen sind einem anderen Risiko ausgesetzt. Die Hochschreibung personalisierter Pensionskassenguthaben orientiert sich bekanntlich nicht streng an der effektiven Rendite des Kassenvermögens, sondern wird behördlich unter anderem mit Blick auf die nominellen Obligationenrenditen festgelegt. Mitunter können somit die Guthaben der Versicherten stärker steigen als die effektiven Vermögen der Pensionskassen. Die intendiert kapitalgedeckten Ansprüche können sich dadurch vom effektiven Kapital abkoppeln, was zu einem Insolvenzrisiko führt. Seit Oktober 2015 liegt der Mindestzinssatz bei 1.25 %, vorher lag er bei 1.75 %. Beide liegen deutlich über dem Zinssatz von Bundesobligationen auch langer Laufzeiten.

Daraus ergibt sich für die Pensionskassen ein Problem, welches als «Anlagenotstand» bezeichnet wird. Mit risikolosen Anlagen lässt sich die verlangte Rendite seit einigen Jahren nicht mehr erzielen. Die Pensionskassen sind damit fast gezwungen, vermehrt in andere Anlageklassen zu investieren. Auch Versicherungen können versucht sein, zu Preisen in Immobilien zu investieren, welche nur noch eine sehr tiefe Cash-flow-Rendite aufweisen. Nicht zuletzt besteht dabei die Hoffnung, dass sich die Preissteigerungen bei den Immobilien fortsetzen. Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagen mit höherer erwarteter Rendite und grösserem Risiko sind nicht a priori verwerflich, doch vermitteln sie eine das Insolvenzrisiko verschleiernde gefährliche Sicherheitsillusion, es sei denn, ein eingebauter Autopilot Sorge dafür, dass sich die Risiken tatsächlich in den Rentenansprüchen niederschlagen. Hohe erwartete Renditen mit hohen Risiken zwecks Sicherung hoher sicherer Renten konstituieren einen Systemwiderspruch.

4.3 Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum

Das allgemeine Wirtschafts- und Bevölkerungswachstum speist sich in erster Linie via den Belegungs- und Bestandesmarkt (Eintrittstore: als Belegungsnachfrage Markt 1, als Kapitalanlage-

nachfrage Markt 2) ins Immobilienmarktsystem ein und entfaltet von dort aus seine Wirkungen auf alle übrigen Märkte des Systems.

Ein tieferes Wachstum stellt für den Immobilienmarkt im gegenwärtigen Zeitpunkt ein reales Risiko dar. In den letzten Jahren kamen laut Zahlen des Bundesamtes für Statistik (BfS) pro Jahr über 40'000 Wohneinheiten neu auf den Markt. Sollte die zusätzliche Nachfrage für diese Objekte ausbleiben, würden die Leerstandsquoten schnell steigen. Das wiederum könnte eine schnelle Anpassung bei den Preisen auslösen. Zwar wird für die Jahre 2016 und 2017 eine leichte Erhöhung des Wachstums prognostiziert, es bestehen aber erhebliche Unsicherheiten. Erstens leiden Industrie, Tourismus und Detailhandel nach wie vor unter dem starken Franken. Zweitens ist die weltwirtschaftliche Entwicklung weiterhin fragil. Drittens besteht die Möglichkeit, dass die Einwanderung aufgrund der Umsetzung der vom Volk angenommenen Masseinwanderungsinitiative und eines gedämpften Wachstums spürbar reduziert wird.

Neben der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung spielen für die lokalen Märkte auch Entwicklungen in Einzelbereichen eine Rolle. Die geplante Aufhebung der kantonalen Steuerprivilegien für Unternehmensgewinne stellt vor allem für diejenigen Kantone eine Herausforderung dar, für welche diese Gewinne bisher von erheblicher Bedeutung waren und bei welchen gleichzeitig die geplanten Lizenzboxen keine signifikante Reduktion der Steuerbelastung ergeben werden. Es handelt sich dabei vor allem um die Kantone Genf und Zug, welche viele Gesellschaften im Bereich Rohwarenhandel aufweisen. Es bleibt abzuwarten, ob die geplante Senkung der regulären Steuersätze ausreichend sein wird, um diese Aktivitäten in der Schweiz zu halten. Ebenfalls stark exponiert sind die Kantone Waadt und Freiburg. In diesen beiden Kantonen sind es allerdings zu einem erheblichen Teil Unternehmen, welche auch bei den direkten Bundessteuern von einer Steuerbefreiung profitieren («Bonny-Beschluss»). Es ist noch offen, ob diese Steuerprivilegien ebenfalls abgeschafft werden.

Für ressourcenschwache Kantone, welche Gelder aus dem Neuen Finanzausgleich (NFA) beziehen, besteht zudem ein Konflikt zwischen tiefen Steuersätzen und hoher Abschöpfungsrate des Ressourcenausgleichs. Für ressourcenschwache Kantone lohnen sich tiefe Gewinnsteuern damit seit der Einführung des NFA in der Regel nicht mehr. Ressourcenschwache Kantone könnten deshalb davon absehen, die Gewinnsteuersätze zu senken, oder wären dann gezwungen, die übrigen Steuern zu erhöhen. Das wiederum könnte zu einem Verlust an Standortattraktivität führen. Zusätzlich könnten sie unter der verminderten Wirtschaftskraft der Zahlerkantone leiden.

5. REGULATORISCHE ENTWICKLUNGEN

Regulatorische Eingriffe kommen im Wesentlichen in drei unterschiedlichen Formen vor:

- 1) **Als quantitative Vorgaben:** Hierzu zählen Raumplanung, Bau- und Zonenordnungen, welche die verfügbaren und nicht verfügbaren Flächen und Kuben und deren Geolokalisation definieren (Eintrittstor Markt 3).
- 2) **Als Gesetzgebungen,** welche unerwünschte Akteure von genau bestimmten Märkten fernhalten sollen (Eintrittstor Markt 1 und Markt 2).
- 3) **Als direkte Preisvorgaben:** Diese äussern sich am deutlichsten in der Mieterschutzgesetzgebung, welche direkt die Nutzungspreise in einem Teil des Belegungsmarkts, nämlich im Markt für Mietimmobilien (d.h. Renditeimmobilien), reglementiert (Eintrittstor Markt 1).

Die Folgen der Regulierung sind aber nicht nur im Markt spürbar, auf welchem der Eingriff erfolgt, sondern strahlen in der Folge auf die übrigen Märkte des Systems aus.

5.1 Raumplanung, Bau- und Zonenordnungen

Dieser Regulierungsbereich greift in die Nutzung des Bodens und die Gestaltung der Gebäude ein, einerseits über Ausscheidung von Bauland, andererseits über die Grösse und Ausstattung

der Bauten, welche auf diesem Boden gebaut werden dürfen. Immobilienentwickler stehen vor dem ständigen Tradeoff «Höhe versus Fläche». Dieser wird durch die Raumplanung und die Bau- und Zonenordnungen in hohem Masse mitbestimmt. In der Sicht unserer Darstellung des Immobilienmarktes in *Abbildung 1* greift dieser Regulierungsbereich damit in die Märkte 4 und 5 ein, und zwar über die Beeinflussung der Knappheit neu überbaubaren Bodens, via das Tempo des Landabbaus und schliesslich via die durch Bauinvestitionen entstehenden Geschossflächen und -kuben pro Quadratmeter Boden.

Bis vor kurzem lag die Raumplanung vor allem in Händen von Kantonen und Gemeinden. Mit dem neuen Raumplanungsgesetz hat der Bund eine stärkere Rolle übernommen. Neu müssen die Kantone und Gemeinden eine koordinierte Raumplanung auf Basis von Bevölkerungsprognosen machen. Damit soll verhindert werden, dass zuviel Bauland bereitgestellt wird. Im Kanton Zürich gilt seit Annahme der Kulturlandinitiative eine noch strengere Regelung. Neueinzonungen von Bauland werden damit praktisch unmöglich. Führt die neue Raumplanung wirklich zu einer Beschränkung der Baulandreserven, so resultiert daraus unvermeidlich eine Erhöhung der Bodenknappheit, und diese wiederum würde sich – im Vergleich zur Situation ohne die neuen Beschränkungen – in höheren Bodenpreisen, Nutzungspreisen und generell höheren Immobilienpreisen manifestieren.

Wie stark sich dies auch in höheren Geschossflächenpreisen und -mieten niederschlägt, hängt von der zweiten Komponente dieses Regulierungspakets ab: der Lockerung der Maximalintensität der Überbauung (d.h. von der Erhöhung der maximal erlaubten Dichte in Quadratmeter Geschossfläche oder Kubus pro Quadratmeter Boden) und evtl. der Erhöhung der vorgeschriebenen Mindestdichte. Wichtig wird hier nicht zuletzt die effektiv erfolgende Verdichtung auf bereits überbautem Land sein. Je nachhaltiger diese zweite Komponente ausfällt, desto moderater könnte die Steigerung der Geschossflächenmieten und -preise ausfallen. Hier besteht

allerdings das Problem, dass lokale Bau- und Zonenordnungen einer solchen Verdichtung oft im Wege stehen. Ohne Anpassungen bei diesen wird sich die neue Raumplanung vor allem in einer Verteuerung von Immobilien niederschlagen.

5.2 Lex Koller

Die Lex Koller verfolgt das Ziel, «Ausländer» vom inländischen Immobilienmarkt gezielt fernzuhalten. «Ausländer» können sich auf den inländischen Immobilienmärkten auf drei Weisen bemerkbar machen:

- A) als **Mieter**, d.h. als Nachfrager laufenden Belegungsnutzens (Markt 1),
- B) als **reine direkte oder indirekte Voll- oder Teilinvestoren in Schweizer (Rendite-)Immobilien** ohne jede eigene Beanspruchung von Belegungsnutzen (Markt 2),
- C) als **Eigentümer und Nutzer von Liegenschaften** (simultaner Auftritt auf den Märkten 1 und 2), d.h. als Eigentümer-Okkupanten von Erst-, Zweit-, Dritt-Wohnungen usw. oder als Eigentümer-Okkupanten von Büro-, Geschäfts- und Industrieliegenschaften.

Reglementiert und in Diskussion über weitere Reglementierungen oder Liberalisierungen befinden sich die «Ausländereinflüsse» in den untenstehend skizzierten Fällen B und C.

Fall A (Ausländer als Nutzer): Als Mietnachfrager unterliegen «Ausländer» derzeit keinerlei Beschränkungen (sofern man von allfälligen Einwanderungsrestriktionen absieht). Diese Art der Beanspruchung schweizerischer Geschoss- und Bodenflächen steht Ausländern praktisch unbeschränkt offen. Dieser Typ ausländischer Immobilienmarktakteure wirkt direkt und nachhaltig auf die Nutzungsnachfrage (Markt 1) und ist damit ein direkter Treiber der Mieten. Indirekt führt er auch zu einer gewissen Ausdehnung des Nutzungsparks, welcher den Mietdruck zwar mildert, aber nicht aufhebt.

Fall B (Ausländer als Renditeinvestoren): Bei dieser Form von Ausländerinvestition werden durch den ausländischen Akteur keine Belegungsräume

beansprucht, womit der Investor die inländischen Nutzungsnachfrager nicht konkurrenziert. Damit kann sich diese Form der Kapitaleinwanderung auf einem freien Markt nur in einem Renditedruck nach unten äussern. Zentrale Folge ist eine Erhöhung der Bestandespreise. Indirekt ergeben sich aber zudem eine Ausdehnung des Nutzungsangebots und damit eine gewisse Senkung der Nutzungspreise (Mieten). Würden nämlich die Ausländer höhere Renditeansprüche stellen als die inländischen Investoren, so könnten sie mangels hinreichend günstiger Objekte gar nicht spürbar am Markt aktiv werden. Damit werden die Mieten durch diese ausländischen Investoren entweder gesenkt oder unverändert gelassen, aber sicher nicht erhöht. Während die inländischen Mieter durch diese Fremdinvestitionen sicher nicht zu Schaden kommen, bekommen die inländischen Renditeinvestoren, darunter prominent die institutionellen Investoren und Pensionskassen, zwei Seiten dieses Kapitalimports zu spüren. Einerseits können sie von einer Aufwertung ihres Liegenschaftsbestandes profitieren. Andererseits erleiden sie aber eine Senkung der Rendite sowie eine Verteuerung von Neuakquisitionen.

Fall C (Ausländer als Eigentümer-Okkupanten): Bei der dritten Form des Auftritts von Ausländern fällt die Ausweitung des Angebots für die inländischen Mieter weg, da diese ausländischen Eigentümer-Okkupanten allen erworbenen und neu erstellten Raum gleich auch selbst belegen. Auch sie treiben Mieten und Preise nach oben. Die aktuell gültige Regelung (Lex Koller) schränkt den Erwerb von Immobilien dieser dritten Gruppe von ausländischen Investoren ein.

Beurteilung: Die vom Bundesamt für Justiz vorgeschlagene Verschärfung der Lex Koller soll den Zugang für Ausländer unter Fall B einschränken. Neu sollen der Kauf und die Umnutzung von Gewerbe- in Wohnliegenschaften sowie der Kauf von Anteilen an in der Schweiz kotierten Immobiliengesellschaften durch ausländische Investoren bewilligungspflichtig werden. Die Frage stellt sich, welchen Netto-Wohlfahrtsnutzen eine Lex Koller, welche vor allem die reine Kapitalinvasion vom Typ B eindämmen würde, dem Lande

eigentlich einbringen würde. Sie könnte den nationalen institutionellen Investoren und Pensionskassen dank Aussperrung von Anlagekonkurrenz einen kleinen Renditebonus verschaffen; doch würde sich dieser letztlich in einem tieferen Angebot und höheren Mieten äussern. Sollte zudem dieser Renditebonus durch den Mieterschutz fühlbar gedeckelt werden, so würde sich ein doppelter Effekt ergeben. Wer deshalb tiefe Mieten und ein grosses Wohnangebot wünscht, müsste letztlich die Belegung durch Ausländerokkupanten der Typen A und C einschränken und B-Investoren ausdrücklich willkommen heissen. Die Aussperrung von Typ-B-Investoren wäre für dieses Ziel geradezu kontraproduktiv.

5.3 Mietzinsregulierungen

Gesetzliche Regeln

Endziel der Mietzinsregulierung der Schweiz ist die Verhinderung «übermässiger» Renditen auf dem in Mietwohnungen investierten Kapital. Was zu einem gegebenen Zeitpunkt im Leben einer Liegenschaft im juristischen Sinne «Kapital» ist und welche Teile davon zu welchen Sätzen maximal rentieren dürfen, bestimmen eine komplexe Gesetzgebung und Rechtsprechung mit nur sehr entferntem Bezug zum Markt, die sich ungefähr folgendermassen zusammenfassen lassen:

In jedem Moment ist eine Liegenschaft ein Bestand an «Kapital», das man bildlich als «unsterbliches» (nicht abzuschreibendes) Kapital bezeichnen könnte. Dieses setzt sich zusammen aus den folgenden Komponenten:

- Kaufpreis (bzw. Erstellungskosten) plus einen partiellen Inflationsausgleich auf einem Teil von 40 % dieses Ursprungswerts, vorausgesetzt, dass dieser nicht selbst bereits als «übersetzt» qualifiziert wird. Auf den übrigen 60 % des Ursprungswertes gibt es keinen Inflationsausgleich.
- Anteil von 50 % jeder späteren wertvermehrenden Investition plus einen partiellen Inflationsausgleich auf einem Anteil von 40 % dieser 50 % jeder solchen Investition (d.h. auf 20 % der wertvermehrenden Investition).

Für die Renditen auf das Fremdkapital und das so kalkulierte unsterbliche Kapital sowie die laufenden Kosten gelten dabei folgende Regeln:

- Das **Fremdkapital**, definiert als die zum Berichtszeitpunkt effektiv bestehende Hypothekarschuld, darf höchstens den in der Berichtsperiode effektiv bezahlten Hypothekarzins abwerfen, es sei denn, dieser Satz erscheine aus triftigen Gründen als exorbitant.
- Der Rest, genannt **Eigenkapital** – d.h. das unsterbliche Kapital minus die Hypotheken – darf maximal den momentanen gesetzlichen Referenzzinssatz plus 50 Basispunkte abwerfen. Dieser Rest darf allerdings 40 % des unsterblichen Kapitals nicht überschreiten, sonst wird der Überschuss automatisch zum niedriger rentierenden Fremdkapital gerechnet. Mit anderen Worten darf eine zu 100 % mit Eigenkapital finanzierte Liegenschaft nie vollumfänglich die gesetzliche Eigenkapitalrendite abwerfen.
- Den so bestimmten «Kapitalkosten des unsterblichen Kapitals» dürfen **laufende Kosten** hinzugefügt werden sowie auf 25 Jahre beschränkte **Abschreibungen und Zinsen** zum Eigenkapitalsatz auf dem «sterblichen» Teil der werterhaltenden Investitionen, d.h. demjenigen Anteil, welcher nicht ins unsterbliche Kapital aufgenommen wurde.

In der Praxis (so z.B. auch in den kantonalen Mietzinsrechnern) wird indessen fast ausschliesslich eine Faustregel angewendet, welche als «relative Methode» bezeichnet wird. Danach darf eine als nicht übersetzt angenommene Miete der Vergangenheit im Sinne eines partiellen Ausgleichs der Inflation und der Kapitalkosten angepasst werden. Für die Inflation gilt wie bei der oben beschriebenen «absoluten Methode» ein Gewicht von 40 %. Die erlaubten Anpassungen aufgrund von Änderungen des Referenzzinssatzes folgen einer Annäherung an die Veränderung der Kosten bei einem Fremdkapitalanteil von 60 %. Dieser weit verbreitete Gebrauch der relativen Methode ist allein mit der einfacheren Anwendbarkeit zu erklären, denn die absolute Methode hätte im Falle einer Anfechtung Priorität vor der relativen Methode. Die im Gesetz auch

erwähnte Orts- und Quartierüblichkeit ist für die beweispflichtige Partei de facto eine hohle Formel, da die gerichtlichen Anforderungen an deren Beweis praktisch unerfüllbar sind und das absolute Kostenkalkül im Falle einer Herabsetzungsklage ohnehin Priorität genießt.

Funktionsweise des Mietmarktes in der Praxis

Nach dem Buchstaben des Gesetzes besteht auch bei einem Mieterwechsel keinerlei nennenswerte Vertragsfreiheit – eine Möglichkeit, welche in der englischsprachigen Literatur als «vacancy decontrol» bezeichnet wird. Vielmehr werden die Mietlimiten während der gesamten Lebensdauer der Liegenschaft weiter geschrieben. Eine wesentliche Erhöhung des regulatorisch anerkannten unsterblichen Kapitals und damit eine nennenswerte Zunahme der zulässigen Mieten lässt sich letztlich nur durch den Verkauf der Liegenschaft erzielen, jedoch auch in diesem Falle nur in dem Masse, wie der Kaufpreis nicht selbst als übersetzt eingestuft wird.

Die Praxis sieht in weiten Teilen der Schweiz aber nochmals anders aus. Nach Einschätzung von Fachleuten befindet sich ein Grossteil der konsensual vereinbarten Mieten bei Vertragsabschluss oberhalb des gesetzlich gesetzten Niveaus. Die Gründe dafür sind, dass Mieten in der Schweiz nicht ex officio, sondern nur auf Antrag von Mietern überprüft werden und Mieter aus Gesetzesunkenntnis oder aus ethischer Hemmung zögern, einen eben erst freiwillig unterzeichneten Vertrag anzufechten. Die Praxis bei Mieterwechseln könnte damit schlagwortartig als «de facto vacancy decontrol» trotz «de jure ongoing, but ineffective control» bezeichnet werden.

Bei bestehenden Mietverhältnissen wird die Weitergabe von Kostenänderungen nach relativer Methode sehr unterschiedlich gehandhabt. Viele Vermieter verzichten auf eine solche Weitergabe von gesetzlich definierten «Kostensenkungen», solange sie von den Mietern nicht eingefordert wird. Auf Seiten der Mieter ist zwar eine Tendenz zur vermehrten Einforderung von Reduktionen festzustellen, doch stellen diese nach wie vor

nicht den Normalfall dar. Am wenigsten nachsichtig zeigen sich Mieter in Fällen, in denen Vermieter während der Dauer des Vertrages Mieterhöhungen verlangen.

Nach dem Willen von Gesetzgeber und Gerichten sollten im mietbestimmenden «Kostenkalkül» die Entwicklung von Nachfrage, Angebot und damit Knappheit auf dem Mietmarkt (Markt 1) und die Entwicklungen in den anderen vier Märkten für die Bestimmung der Mieten in Markt 1 höchstens eine sehr untergeordnete Rolle spielen. Ein Blick auf die reale Landschaft des Mietwohnungsmarktes offenbart indes, dass das angestrebte Ausmass der Ausschaltung der Marktkräfte bei weitem nicht erreicht wurde. Der Grund für das Ausbleiben krassester Dysfunktionen liegt damit nicht etwa in der materiellen Weisheit der Regulierung, sondern in einer gewissen List der Vernunft, die sich darin verbirgt, dass (a) die Initiative zur Durchsetzung der Regulierung in die Hand des Mieters (und nicht etwa einer Verwaltungsstelle) gelegt wird, (b) Anfechtungen nur beschränkt ermuntert und unterstützt werden und (c) Mieter eine quasi natürliche Zurückhaltung in der Einforderung ihrer gesetzlichen Rechte an den Tag legen.

Der neue Vorschlag des Bundesrates

Der Bundesrat schlägt vor, die Miete des Vorgängers dem Neumieter per obligatorische Formularpflicht bekannt zu machen. Dieser Vorschlag dürfte geeignet sein, die Anfechtungsneigung der Mieter etwas zu steigern und die Vermieter bei Mieterwechsel zu mehr Zurückhaltung bei Mietzinserhöhungen zu veranlassen. Die Folgen wären, Mieten stärker in Einklang mit dem Gesetz zu bringen, die Werte der bestehenden Mietimmobilien zu senken und die Kosten juristischer Auseinandersetzungen zu steigern. Bei einem nachhaltigen Erfolg wäre allerdings mit folgenden sekundären Effekten zu rechnen:

- Eine spürbare Dämpfung der privaten Investitionen in den Ausbau des Mietwohnungsparks.
- Eine verstärkte Verlagerung des Neubaus zum Wohneigentum weg von Mietwohnungsobjekten.

- Eine Tendenz zur Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen.
- Eine Tendenz zur Vernachlässigung von Unterhalt und Modernisierung des bestehenden Mietwohnungsparks.
- Aufgrund hoher Nachfrage und reduziertem Angebot ergibt sich «Wohnungsnot», d.h. ein Nachfrageüberhang nach Mietwohnungen. Die verbleibenden Vermieter haben eine (noch) reichhaltigere Auswahl von Mietkandidaten für jede ausgeschriebene Wohnung. Dies führt zu einer verschärften Selektivität der Eigentümer zugunsten von Mietern mit attraktiven finanziellen, persönlichen und gesellschaftlichen Eigenschaften. Es ergibt sich eine zusätzliche Schlechterstellung genau jener Schichten, welche bereits heute Mühe bekunden, eine Unterkunft zu finden.

Generell ist ein griffiger marktferner «Mieterschutz» neben der Subventionierung und Steuerprivilegierung von Wohneigentum einer der wirkungsvollsten Hebel zur Förderung des individuellen Wohneigentums.⁸ Da die Durchsetzung von Ungleichgewichtsmieten die die Belegungsnachfrage treibenden Faktoren wie Einkommen, Demografie, Raum- und Komfortwünsche intakt lässt, können sozial und politisch eventuell unerwünschte Effekte wie exzessive Aufblähung der Wohneigentumsquote und/oder Verschärfung der unbefriedigten Mietnachfrage letztlich nur mit Hilfe einer kräftigen direkten und indirekten staatlichen Förderung des Mietwohnungswesens konterkariert werden. Diese kann verschiedene Formen annehmen: Abgabe von Land zu Preisen oder Baurechtszinsen unterhalb der objektiven Knappheitswerte sowie Subventionen und Bürgschaften für Kredite an Institutionen des sozial intendierten Wohnungsbaus. Diese Entwicklungen sind in unterschiedlicher Kombination in allen Ländern mit wirklich griffigem – und nicht lediglich symbolischem – «Mieterschutz» zu beobachten.

Wechselwirkung zwischen Zinserhöhung und Mietzinsregulierung

Auf einer anderen Ebene liegt die Frage, wie sich, ausgehend von der konkreten momentanen Situation, eine früher oder später mögliche Erhöhung der Zinssätze und damit auch der Referenzzinssätze auswirken würde. Lägen alle Mieten genau auf dem momentan gesetzlich maximal zulässigen Niveau, so hätte diese Verschiebung ziemlich drastische Wirkungen auf die Mieten. Der Anstieg von heute 1.75 % auf hypothetische 2.75 % könnte nach relativer Methode eine Erhöhung der Mieten um ca. 12 % bewirken – und diese 2.75 % wären immer noch weit unter dem langfristigen Mittel.

In der Praxis dürften heute aber viele Mieten über ihren reglementarischen Maxima liegen, wie weiter oben ausgeführt, einige davon sogar 12 % oder mehr. Für die relative Methode ist zudem der Referenzzinssatz bei der letzten Anpassung der Miete von Bedeutung. Solange dessen Niveau nicht erreicht wird, können die Mieten aufgrund unterlassener Mietzinssenkungen nun auch nicht erhöht werden. Für Mietverhältnisse in dieser Konfiguration könnten die Mieten deshalb nur wenig oder überhaupt nicht steigen, da erfahrungsgemäss der Widerstand gegen Mieterhöhungen wesentlich stärker ist als jener gegen zu hohe Anfangsmieten oder Unterlassungen von Mietsenkungen.

Bei jüngst erstellten Wohnungen, bei welchen die Mieten nach einem Zinsschock grundsätzlich im vollen Ausmass angehoben werden dürften, könnte sich der Markt selbst als Dämpfer zurückmelden. Bei solchen Objekten, deren Mieten nicht nur nahe bei der maximal zulässigen, sondern auch bei der Knappheitsmiete liegen dürften, stünde einem nennenswerten Mietaufschlag nicht die Reglementierung, sondern der in diesem Falle bindende Markt selbst im Wege. Insgesamt ist es damit durchaus plausibel, dass die Mieten bei einer moderaten Erhöhung der Zinssätze nicht substantiell steigen. Anders könnte es natürlich bei einer Rückkehr der Inflation und schliesslich dauerhaft deutlich höheren Nominalzinssätzen aussehen.

⁸ Dokumentiert z.B. in Bodmer und Borner (2015).

6. ABSCHLIESSENDE BEMERKUNGEN

Der Umstand, dass es im Schweizer Immobilienmarkt seit Beginn des Jahrtausends zu steigenden Preisen und einer Ausweitung der Mengen gekommen ist, stellt per se noch keine Überraschung dar. Die fundamentalen immobilienexogenen Faktoren (kräftiges Wachstum der Bevölkerung, steigende Realeinkommen und tiefe Zinsen) lassen – in der Retrospektive – vielmehr eine solche Entwicklung erwarten. Als verstärkender Faktor kommt hinzu, dass die Preise Ende der 1990er Jahre nach dem anfangs des Jahrzehnts einsetzenden Markteinbruch wahrscheinlich unter ihrem langfristigen «Gleichgewichtswert» lagen.

Daraus folgt indessen nicht zwingend, dass die aktuell erreichten Preise und Mengen sowie deren Trends vollumfänglich wohlfundiert und extrapolierbar sind. Zur Vorsicht mahnen muss dabei vor allem die Tatsache, dass zwar die nominellen Zinsen aktuell auf historisch tiefen Werten angelangt sind, die ökonomisch relevanten realen Zinsen dagegen nicht weit von ihren langfristigen Durchschnittswerten entfernt sind. Zudem sind für die Bewertung von Liegenschaften nicht nur die aktuellen sondern die gesamten während der Lebensdauer der Immobilie geltenden Zinsen von Bedeutung. Neben der Gefahr von «Geldillusion» besteht in der aktuellen Situation noch eine zweite grundlegende Quelle potenzieller Fehler. In einem Markt mit über die (vergangene) mittlere Frist ständig gestiegenen Preisen können namhafte Segmente von Anlegern versucht sein, die Mittelfrist-Vergangenheit als Trendextrapolation in ihr (notwendigerweise langfristiges) Entscheidungskalkül einzuspeisen. Aufgrund der erwarteten Rendite aus Preissteigerungen mögen Anleger bereit sein, in Erwartung zu hoher Kapitalgewinne übermässige Abstriche bei der Cashflow-Rendite zu machen, was zu den für Immobilienmärkte beinahe typischen Blasen und Zyklen führen kann.

Bezüglich der weiteren Preisentwicklung ist deshalb Vorsicht geboten. Sollte die Situation mit hoher Zuwanderung, moderatem aber positivem

Wachstum und tiefen Zinsen anhalten, ist zwar kurz- bis mittelfristig mit keiner Korrektur auf breiter Front zu rechnen. Sollten sich bei diesen treibenden Faktoren allerdings Änderungen ergeben, so sähe das anders aus. Auch deutliche Preissenkungen wären dann nicht mehr auszuschliessen. Diese illusionslose Sicht wird auch durch einen Vergleich der schweizerischen Preise mit denen anderer Länder bestätigt. Die schweizerischen Preise haben im Verhältnis zum Einkommen inzwischen im internationalen Vergleich hohe Werte erreicht. Kurz: Die Annahme, der Trend seit dem Tiefpunkt des Abschwungs der 1990er Jahre sei nun der neue «steady state», dürfte kaum gerechtfertigt sein.

Der Mietwohnungsmarkt funktioniert in der aktuellen Boomphase deutlich besser als in früheren Boomphasen. Die Leerstandsquoten liegen ausserhalb der wirtschaftlichen Zentren und ihrer unmittelbaren Umgebung auf einem – für schweizerische Verhältnisse – relativ hohen Niveau. Dies ist einer robusten Bautätigkeit zuzuschreiben. Infolge eines gewissen Unbehagens von Teilen der Bevölkerung gegenüber den Immobilienmarkteffekten der bislang erstaunlich prosperierenden Wirtschaft, gerät die Politik zunehmend unter Druck, mit neuen Regulierungsmassnahmen namentlich in den Mietmarkt einzugreifen. Mit der Formularpflicht soll eine striktere Befolgung der Regeln des – bislang zu erheblichen Teilen eher symbolischen – Mietrechts erreicht werden. Sollte dieses Ziel erreicht werden, müsste mit einschneidenden negativen Konsequenzen für den Mietwohnungsmarkt gerechnet werden. Die effektiven Mieten würden unter die Knappheitsmieten gedrückt, ein Versiegen des Neubaus und die Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen wären die Konsequenzen. Für die weitere Entwicklung der Preise am Markt für Renditeliegenschaften stellt diese Verschärfung der Mietzinsregulierung damit eine ernsthafte Gefahr dar, während selbstgenutztes Wohneigentum eher profitieren würde.

Mit der Revision der Lex Koller versucht der Bundesrat noch in einem zweiten Bereich, auf wenig zielführende Weise, in den Immobilienmarkt

eingzugreifen. Die vorgeschlagene Beschränkung der Möglichkeiten von ausländischen Investoren, Immobilien in der Schweiz zu kaufen, könnte zwar einen leicht dämpfenden Effekt auf die Bestandespreise haben, die Mieten dagegen eher erhöhen. Der primär anvisierte Ausschluss ausgerechnet jener ausländischen Investoren, welche in der Schweiz nur investieren und selber keine Immobilien nutzen wollen, führt in dem Masse, wie er überhaupt eine Wirkung hat, zu einer Reduktion des Angebotswachstums, was kaum im Interesse der Belegungsnachfrager (Mieter) liegen dürfte. Generell gilt, dass ein künstlich niedrig gehaltenes Mengenangebot zu (unnötig) höheren (Nutzungs-)Preisen führt.

Eine synoptische Sicht der Wirkungen der beiden neuen Regulierungsprojekte könnte etwa folgendermassen lauten: Eine stärkere Drosselung des Angebots und eine wirksamere Deckelung der Mieten unter deren knappheitsbedingtes Niveau sind zuverlässige Methoden für die Schaffung einer permanenten generalisierten Überschussnachfrage.

LITERATURHINWEISE

- Baumberger, Jörg (2007), *Real Estate Investment and Financing: Introduction and Topics in Fundamental Aggregate Analysis of Real Estate Markets*, Swiss Finance Institute.
- Bodmer, Frank und Silvio Borner (2015), *Auswirkungen der Mietzinsregulierung*, Gutachten im Auftrag des Hauseigentümerversands Schweiz (HEV), Universität Basel.
- Bourassa, Steven C., Martin Hoesli, Donato Scognamiglio und Sumei Zhang (2011), *Land leverage and house prices*, *Regional Science and Urban Economics*, 41, 134–144.
- DiPasquale, Denise und William C. Wheaton (1996), *Urban Economics and Real Estate Markets*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- Fabozzi, Frank J. und Franco Modigliani (1992), *Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets*, Cambridge, Harvard Business School Press.
- SBV (2012), *Bankenbarometer 2012*, Basel, Schweizerische Bankiervereinigung.

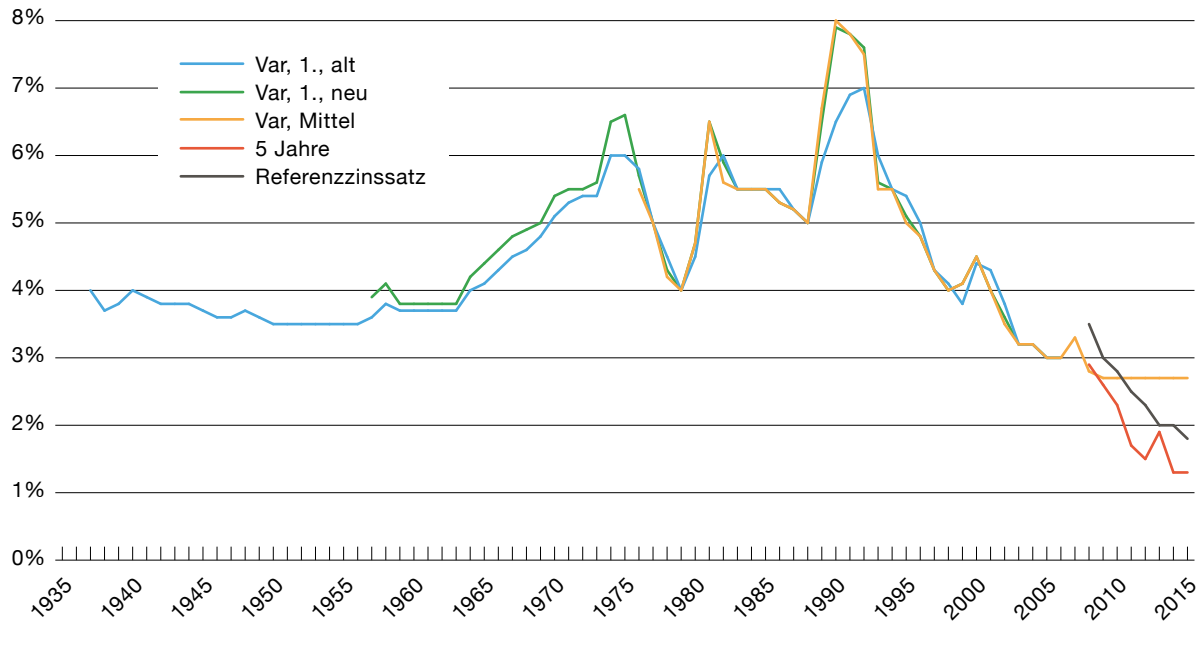
Wheaton, William C. (1999), *Real Estate «Cycles»: Some Fundamentals*, *Real Estate Economics*, 27, 209–230.

ANHANG: DIE LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG DER HYPOTHEKARZINSEN

Die Konstruktion einer längeren Zeitreihe für Hypothekarzinsen wird dadurch erschwert, dass sich die Bedeutung der verschiedenen Hypothekenmodelle in den letzten Jahren stark geändert hat. Bis Ende der 1990er Jahre waren variable Hypotheken das am meisten verbreitete Produkt. Diese spielen heute aber kaum mehr eine Rolle. Variable Hypotheken haben keine bestimmte Laufzeit und können jederzeit mit einer Kündigungsfrist von drei oder sechs Monaten gekündigt werden. Der Zins ist variabel, wird aber von der Bank festgelegt und unterliegt dabei keinen klaren Regeln. Zwar floss in der Vergangenheit die allgemeine Zinssituation in die Bestimmung des Zinssatzes ein. Dabei wurden aber nicht alle Zinsschwankungen an die Kunden weitergegeben. Vielmehr unterlagen die variablen Zinssätze in der Praxis einer Glättung. Sowohl das Fehlen einer Laufzeit als auch die Festlegung des Zinssatzes unterscheiden die variablen Hypotheken von den Liborhypotheken, welche eine feste Laufzeit und eine klare Regel zur Zinsfestlegung (LIBOR plus vertraglich festgelegten Aufschlag) aufweisen. Variable Hypotheken spielen heute kaum mehr eine Rolle. Aktuell entfallen rund 85 % aller Hypotheken auf feste Hypotheken, mit einer festen Laufzeit und einem fixen Zins (SBV [2012]). Im Jahre 1996 lag der Anteil der Hypotheken mit fixem Zins dagegen noch bei rund 43 %.

Für variable Hypotheken liegen längere Serien der Schweizerischen Nationalbank (SNB) vor, welche von 1937 bis 2006 reichen. Aus *Abbildung A1* wird ersichtlich, dass sich der nominale variable Zinssatz zwischen 1937 und 1985 kaum geändert hat und die Unterschiede zwischen Alt- und Neugeschäften abgesehen von einzelnen Phasen klein waren. Ab 1978 publiziert die SNB eine neue Serie für einen mittleren variablen Zinssatz, welche dem variablen Zinssatz für Neugeschäfte eng

Abbildung A1: Zinsen Hypotheken, Nominal, 1937–2015



Quelle: Eigene Berechnungen; Variable Zinsen 1. Hypothek aus SNB – Historische Statistik, alt für 1937 bis 2006, neu für 1957 bis 2006. Mittlere variable Zinsen für 1976 bis 2015 aus SNB – Monatsheft. Hypothekarzinsen 5 Jahre für 2008 bis 2015 aus SNB – Statistisches Monatsheft. Referenzzinssatz vom BWO.

folgt. Nach 2008 bewegte sich dieser variable Satz kaum nach unten, ganz im Gegensatz zu den übrigen Sätzen. So liegt der 5-Jahres-Zinssatz im Moment bei etwas über 1 %. Ab 2008 publiziert zudem das Bundesamt für Wohnungswesen (BWO) den Referenzzinssatz, welcher den regulierten Mietzinsen zugrunde liegt. Dieser beruht auf dem volumengewichteten Mittel aller Sätze, wobei nur periodische Anpassungen vorgenommen werden. Er liegt im Moment bei 1.75 %.

Für unsere längere Zeitreihe des Hypothekarzinssatzes haben wir von 1978 bis 2008 den mittleren Satz für variable Hypotheken verwendet, seit 2008 den 5-Jahressatz, zwischen 1957 und 1977 den variablen Satz für Neugeschäfte und vorher den variablen Satz für Altgeschäfte, jeweils verknüpft mit der Basis der mittleren variablen Sätze.