

## WWZ-Corner

# Kredite und Immobilienpreise

Von Pascal Gantenbein

Die Entwicklung der Immobilienpreise in der Schweiz liess sich lang relativ gut mit Fundamentalfaktoren wie stabilen Einkommen, tiefen Zinsen, positivem Migrationssaldo, Knappheit an Bauflächen, steigendem Flächenbedarf pro Kopf und hoher Absorptionsrate von Neubauten erklären. Indes mehren sich nun, wie es scheint, Anzeichen einer zumindest stellenweisen Überbewertung am Immobilienmarkt. Indikatoren sind etwa zunehmende Leerstände im Wohnbereich sowie längere Platzierungsphasen bei kommerziellen Liegenschaften. Spätestens seit der US-Immobilienkrise ist die Relevanz der Indikatoren bekannt.

## Anfälligkeit ist nicht zu unterschätzen

Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) zeigt sich seit sieben Jahren über die Preisentwicklung an den Immobilienmärkten besorgt. Angesichts der hohen in Immobilien gebundenen Vermögenswerte von Privaten und Institutionellen sowie der Bedeutung der Immobilienwirtschaft liegt es im Interesse aller, Verwerfungen an Immobilienmärkten zu vermeiden. Schon 2007 war es das Ziel der SNB, eine «sanfte Landung» zu schaffen, dies vor dem Hintergrund der damals zutreffenden Einschätzung einer sich abflachenden konjunkturellen Entwicklung. Die kurze Zeit später ausbrechende Finanzkrise hatte in der Schweiz dann jedoch einen Superzyklus zur Folge mit einem über Jahre anhaltenden sehr tiefen Zinsniveau und weiter steigenden Immobilienpreisen.

Obwohl die Rahmenbedingungen derzeit relativ stabil sind, ist die Anfälligkeit von Investoren und Banken auf Veränderungen in Zinsniveau, Lohn und Migration nicht zu unterschätzen. Trotz gestiegenem Anteil an Festhypotheken weisen laut SNB-Statistik rund 80 Prozent des inländischen Hypothekarvolumens eine Laufzeit von weniger als fünf Jahren und 30 Prozent von weniger als einem Jahr auf. Hypothekarschuldner sind von Zinserhöhung vielleicht nicht sofort, jedoch in absehbarer Zeit betroffen, während Zinsrisiken aus längeren Positionen auf Bankbilanzen liegen.

Im Bestreben, negative Folgen einer Immobilienblase zu entschärfen, sind deshalb verschiedene Massnahmen zur Beschränkung der Kreditvergabetätigkeit sowie zur Erhöhung der Systemstabi-

tät umgesetzt worden. Erwähnt seien das Massnahmenpaket vom Juni 2012, die schrittweise Implementierung von Basel III und nun jüngst die per Juni 2014 wirksam werdende Erhöhung des antizyklischen Puffers auf zwei Prozent für Banken, die inländische Wohnhypotheken vergeben. Letztere stellt primär eine Massnahme zur Erhöhung der Stabilität des Bankensystems dar, während der indirekte Einfluss auf die Kreditvergabetätigkeit nur marginal ist, aber auch nicht im Zentrum der Massnahme steht. Gleichwohl sendet der Schritt ein weiteres Signal aus. Wirksamer im Hinblick auf die Kreditvergabetätigkeit wären eine weitere Selbstregulierung oder ein Zinsanstieg, der aber im Widerspruch zum Wechselkursziel stünde und daher entfällt.

Doch welchen Zusammenhang gibt es effektiv zwischen Kredit- und Immobilienmärkten? Dazu ist besonders seit der Subprime-Krise ab 2007 eine umfangreiche Forschung entstanden. Insgesamt

## Zu optimistische Erwartungen hinsichtlich Marktentwicklung und aggressive Kreditvergabe können zu grossen Verwerfungen führen.

zeigt sich, dass sich Immobilienmärkte und Kreditmärkte gegenseitig beeinflussen.

Einerseits führt eine bessere Verfügbarkeit tiefverzinslicher Hypothekarkredite zu grösserer Nachfrage nach Immobilien. Die dadurch induzierte Erhöhung der Immobilienpreise trägt andererseits dazu bei, dass die Belehnungswerte ansteigen, aber auch dazu, dass die Immobilienproduktion zunimmt. Diese gegenseitige Beeinflussung entfaltet über gewisse Zeiträume eine sich selbst verstärkende Wirkung. Beispielsweise sind im Schweizer Immobilienmarkt zwischen 2003 und 2013 sowohl die Immobilienpreise im Wohnbereich als auch die Volumina an inländischen Hypothekarkrediten um rund 65 Prozent gestiegen. Dagegen führte die Immobilienkrise der frühen 1990er-Jahre auch zu einer Krise an den Kreditmärkten. In der Subprime-Krise hat zudem die indirekte Transmission über die Wertpapiermärkte eine wichtige Rolle gespielt.

Für den US-Markt haben Goetzmann, Peng und Yen (2012) nachgewiesen, dass der Preisanstieg bei Eigenheimen die Nachfrage wie auch das Angebot am Hypothekarmarkt vor 2007 erhöht hat. Für denselben Zeitraum konnten Nneji, Brooks und Ward (2013) zeigen, dass die Immobilienpreise nach 2000 stärker durch Erwartungen als durch Fundamentalfaktoren getrieben waren. Ein wesentliches Element dabei ist die von Pavlov und Wachter (2006) untersuchte Fehleinschätzung der Gefahren an den Immobilienmärkten, konkret die Überschätzung der Immobilienwerte und die Unterschätzung der Wahrscheinlichkeit von Immobilienkrisen, je länger ein Boom anhält. Dies gilt sowohl für Investoren wie für Kreditgeber.

## Rückkopplung und Trendbrüche

Umgekehrt führt gemäss Pavlov und Wachter (2011) eine aggressivere Hypothekarkreditvergabe zu einer Aufwertung der Immobilien und einer Verstärkung des Immobilienzyklus in beide Richtungen. Hieraus kann zeitweise eine positive Rückkopplung entstehen. Dies bedeutet aber auch, dass es zu Trendbrüchen kommen kann, wenn Bewertungsdivergenzen etwa infolge einer starken Angebotsausweitung offensichtlich werden oder sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ändern.

Immobilienmärkte beeinflussen somit direkt die Kreditvergabetätigkeit, die sich wiederum auf die Bau- und Investitionstätigkeit am Immobilienmarkt auswirkt. Die Forschung macht aber auch deutlich, dass in diesem Zusammenspiel der Einschätzung der Immobilienwerte eine zentrale Rolle zukommt und dass zu optimistische Erwartungen hinsichtlich der Marktentwicklung verbunden mit aggressiver Kreditvergabe zu grossen Verwerfungen führen können. Auch nehmen solche Fehleinschätzungen mit Fortschreiten eines Immobilienbooms zuweilen eher noch zu. Angesichts des hierzulande lange anhaltenden Preistrends und des aussergewöhnlich tiefen Zinsniveaus besteht daher durchaus ein Interesse, die Stabilität des Finanzsystems gegenüber solchen Schocks zu erhöhen.

Pascal Gantenbein ist Professor für Finanzmanagement am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum der Universität Basel (WWZ).