

Die Schweiz ist reif für eine Immobilienkrise

Die Kombination demografischer Wendepunkte, steigender Immobilienpreise und von Kreditbooms gilt als toxischer Cocktail

Geht es nach der demografischen Entwicklung, ist die Schweiz reif für eine Immobilienkrise. Die Erfahrungen der USA und Japans bieten Anschauungsunterricht.

Martin Lanz

Sind in der Schweiz die steigenden Immobilienpreise und die wachsende Vergabe von Hypotheken noch mit Fundamentalfaktoren begründbar, oder hat sich eine für die Volkswirtschaft gefährliche Immobilienblase gebildet? In Antworten auf diese Frage wird gerne darauf hingewiesen, dass das zuwanderungsbedingte robuste Bevölkerungswachstum die Nachfrage nach Wohnraum und dessen Preis stützt. Die demografische Entwicklung in der Beurteilung der Marktlage einzubeziehen, ist zwar richtig. Der Fokus auf die Zuwanderung greift aber zu kurz. Die Erfahrung anderer Länder legt nahe, andere strukturelle Indikatoren wie (Alters-) Abhängigkeitsquotienten zu Rate zu ziehen.

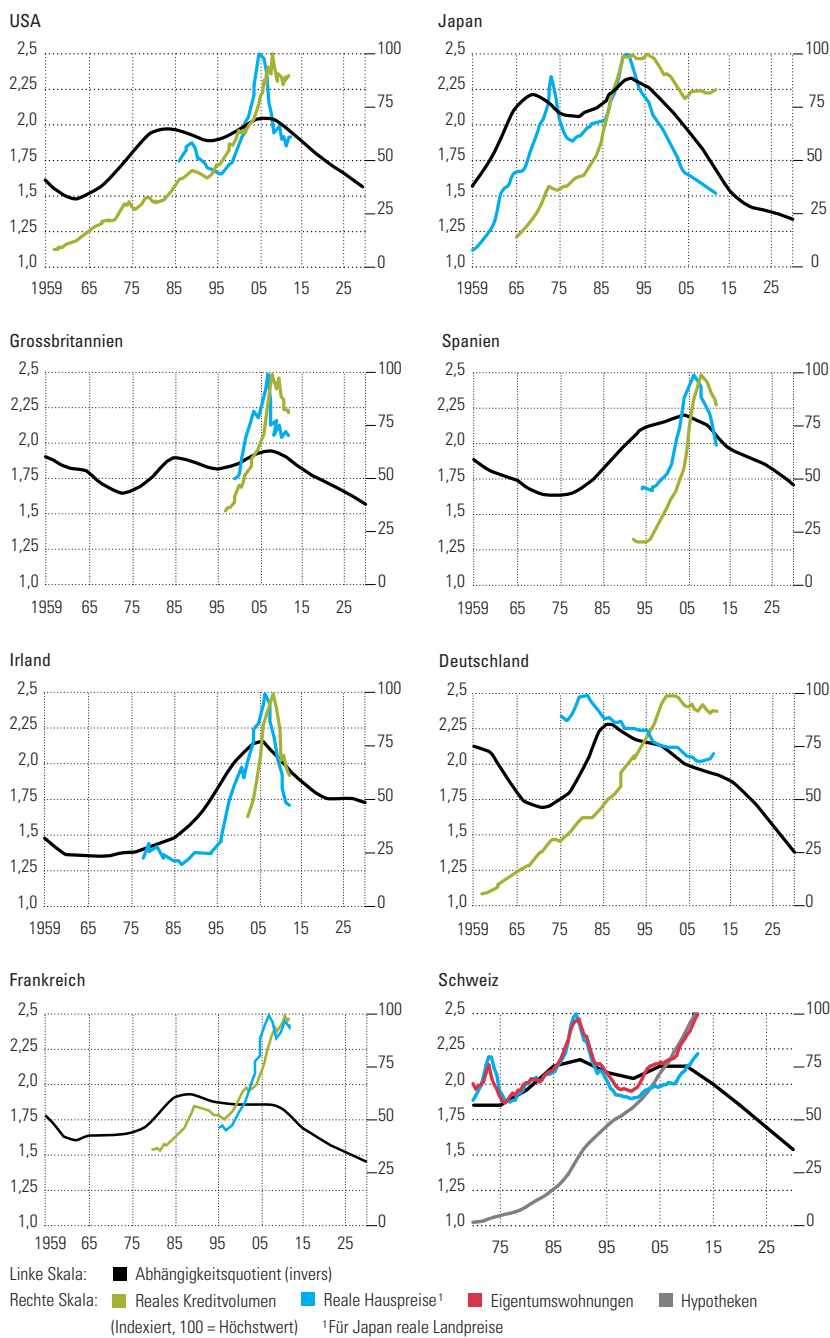
Vom Bonus zum Malus

Es sind Vertreter der Bank of Japan, die aufgrund der einschlägigen Erfahrungen Japans in den 1980er und 1990er Jahren auf den potenziell toxischen Zusammenhang zwischen langfristigen demografischen Trends, der Entwicklung der Immobilienpreise und der Kreditvergabe hinweisen. Ausgangspunkt ist die Beobachtung, dass die damalige – bis heute eigentlich nicht überwundene – Immobilienkrise von einer zu Ende gehenden demografischen «Bonusphase» mitausgelöst wurde. Von einer Bonusphase spricht man, wenn die arbeitsfähige Bevölkerung wächst, Wohneigentum nachfragt und auch politisch Einfluss nimmt – man denke hier beispielsweise an die Vorgaben für den US-Finanzsektor, auch einkommensschwächere Familien mit Kredit zu versorgen.

Solche Boomphasen und die aufgrund der Alterung der Bevölkerung einsetzenden Malusphasen lassen sich anhand des inversen Abhängigkeitsquotienten – des Verhältnisses der Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter zur übrigen Bevölkerung – nachzeichnen. Die Uno berechnet solche Ratios für fast alle Länder nach einem einheitlichen Schema. Für die Schweiz betrug im Jahr 2010 der Abhängigkeitsquotient (die Summe der unter 16-Jährigen und der über 64-Jährigen, dividiert durch die 16- bis 64-Jährigen) 47, im Jahr 2015 wird er 50 betragen. Invertiert man die Ratio, ergibt sich ein Wert von rund 2. Das bedeutet, dass in der Schweiz derzeit zwei «unabhängige» (weil im arbeitsfähigen Alter stehende) Personen für eine «abhängige» (weil in Ausbildung oder im Ruhestand befindliche) Person aufkommen. Bis 2030 wird dieser Wert auf 1,5 fallen. Ein steigender Wert impliziert eine Bonus-, ein sinkender Wert eine Malusphase.

Entscheidend sind die Übergänge von Bonus- zu Malusphasen, wie die Grafiken der Bank-of-Japan-Ökonomen

Demografischer Trend, Wohneigentumspreise und Kreditvolumen



Lesbeispiel: In der Schweiz war 2010 der inverse Abhängigkeitsquotient leicht höher als 2, bis 2030 dürfte er auf 1,5 absinken. Die Schweiz dürfte sich damit bereits in einer demografischen Malusphase befinden, in der die Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter relativ zur übrigen Bevölkerung abnimmt. Im Jahr 2010 waren die Immobilienpreise und die Hypothekengabe im Steigen begriffen, wobei sich noch kein Ende der Dynamik abzeichnet. Die Schweiz steht damit an einem Wendepunkt; das Risiko einer Immobilienkrise ist hoch.

QUELLE: UNITED NATIONS, BANK OF JAPAN, WÜEST + PARTNER, BFS, SNB

NZZ-INFOGRAFIK/efi

zeigen. In der Nachkriegszeit zeigt die Entwicklung des Abhängigkeitsquotienten in den USA und Japan zwei Höcker: den ersten, als die Babyboomer das arbeitsfähige Alter erreichten, und den zweiten, als die Kinder der Babyboomer das arbeitsfähige Alter erreichten, bevor ihre Eltern in den Ruhestand traten.

In den USA ging der erste Höcker in den achtziger Jahren mit der Savings- und Loan-Krise einher, der zweite mit der Finanzkrise von 2008. Der Grund dafür, dass die zweite Krise viel verheerender ist, als die erste es war, liegt in der Entwicklung des Kreditvolumens. Zwar war die Kreditvergabe auch in der ersten demografischen Bonusphase hoch, richtiggehend explodiert ist sie dann aber erst ab Mitte der neunziger Jahre. Ein ähnliches Bild zeigt Japan, wo

erst die zweite demografische Bonusphase in den achtziger Jahren mit einer übermässigen Kreditvergabe einherging. Dieser zweite Höcker mit Höhepunkt im März 1991 hat eine Periode langer Stagnation ausgelöst. Die Parallelen zwischen Japan und den USA, wo im Abstand von rund 15 Jahren das Zusammenfallen der Höhepunkte der Kreditvergabe, der Immobilienpreise und des inversen Abhängigkeitsquotienten schwere Immobilienkrisen ausgelöst hat, verblüffen.

In Europa sind die Erfahrungen unterschiedlich. Grossbritannien, Spanien und Irland haben Ähnliches erlebt wie die USA und Japan. Um das Jahr 2005 sind die Höhepunkte des inversen Abhängigkeitsquotienten, der Kreditvergabe und der Immobilienpreise in

diesen Ländern zusammengefallen; alle drei Länder wurden von einer Immobilienkrise heimgesucht. Deutschland und Frankreich dagegen zeigen ein uneinheitliches Bild. Während Deutschland sich längst in einer demografischen Malusphase befindet mit erst in der jüngeren Vergangenheit wieder steigenden Hauspreisen, ist die Lage in Frankreich nicht eindeutig. Die Voraussetzungen für eine Immobilienkrise könnten gemäss den Kriterien der Bank of Japan dort erfüllt sein, auch wenn die derzeit stattfindende demografische Trendwende nicht besonders ausgeprägt ist.

Gefährdete Schweiz

Die Schweiz wiederum, welche die Bank-of-Japan-Ökonomen nicht untersucht haben und für welche die Grafik hier nachgebildet wurde, scheint einem erhöhten Risiko ausgesetzt. Laut den Daten der Uno steht eine demografische Malusphase an. Zwar ist durchaus möglich, dass die Zuwanderung einer relativ hohen Zahl von Personen im arbeitsfähigen Alter den Wendepunkt etwas verzögert. Die Alterung der Bevölkerung kann sie aber nicht verhindern. Das reale Hypothekenvolumen steht dagegen derzeit bereits auf einem absoluten Höhepunkt und ist weiter im Steigen begriffen.

Bei den Immobilienpreisen haben die Eigentumswohnungen einen neuen Höchststand erreicht, während die Einfamilienhäuser noch etwas unter dem bisherigen Höchststand von 1989 liegen. Beunruhigen muss, dass die Schweiz bereits nach Erreichen des ersten Höckers Ende der 1980er, Anfang der 1990er Jahre eine Immobilienkrise hatte, als das Hypothekenvolumen zwar stark anstieg, die Verschuldung aber absolut bei weitem nicht heutige Ausmass erreichte. Die Zutaten für eine Immobilienkrise in der Schweiz sind jedenfalls gegeben, auch wenn eine Neuberechnung des Abhängigkeitsquotienten aufgrund neuester Zuwanderungsdaten den Höcker wohl noch etwas weiter gegen 2015 verschieben würde.

Der Zeitpunkt wäre also in der Schweiz ideal, um Gegensteuer zu geben und eine sanfte Landung bei den Immobilienpreisen herbeizuführen. Denn die Erfahrungen Japans, der USA, Grossbritanniens, Spaniens und Irlands zeigen, wie schwierig es für eine Volkswirtschaft ist, sich in einer demografischen Malusphase von einer Immobilienkrise zu erholen. Nach dem Platzen einer Blase folgt eine Phase schwachen Wachstums; der Schuldenüberhang bzw. die Notwendigkeit, Schulden abzubauen, gilt als Hauptgrund dafür. Trifft das «deleveraging» auf eine alternde Bevölkerung, fällt die Erholung erst recht schwach aus. Denn die Alterung beeinflusst die Produktivität und Effizienz einer Volkswirtschaft.

Typischerweise reduziert die Alterung die Mobilität von Arbeitskräften und Unternehmen, zwischen Regionen und auch Branchen. Die Alterung beeinflusst auch die Konsumgewohnheiten – nicht nur im Bereich Wohnen. Aufgrund der Unterschiede bei Vermögen und Bedürfnissen von Pension-

nierten profitiert eine alternde Volkswirtschaft weniger von Skaleneffekten.

All das spricht im Prinzip dafür, dass die Wirtschaftspolitik sich in Bonusphasen, wie sie die Schweiz gerade erlebt, antizyklisch verhält. Anders als beispielsweise in den USA, wo in der Bonusphase die Kreditvergabe noch künstlich angetrieben wurde, war und ist in der Schweiz allerdings kein prozyklisches Verhalten auszumachen. Im Gegenteil, die Standards für die Vergabe von Hypotheken wurden jüngst verschärft. Zudem steht die Schweizerische Nationalbank bereit mit dem neuen antizyklischen Kapitalpuffer, dessen Aktivierung die Kreditvergabe bremsen und die Banken resistenter machen würde. Denkbar wäre wie in anderen Ländern zudem die behördliche Steuerung der Kreditvergabe via variable Belehnungsgrenzen (loan-to-value ratios) oder Verschuldungsgrenzen (debt-to-income ratios).

Wendepunkte antizipieren

Welche Wirkung solche makroprudenziellen Massnahmen in Boomphasen wirklich entfalten, ist allerdings umstritten. Es bestehen schlichtweg kaum Erfahrungswerte. Die Bank of Japan selbst ist relativ skeptisch und verspricht sich höchstens eine dämpfende Wirkung. Überhaupt wird derzeit als Lehre aus der Finanzkrise darüber diskutiert, inwiefern sich der Finanzzyklus bändigen lässt. Als Fortschritt gilt schon nur, dass die Analyse des Finanz- (oder Kredit-) Zyklus wieder stärker ins Blickfeld der Wirtschaftswissenschaften gerückt ist. Verschiedene Forschungsarbeiten zum Thema, gerade von Ökonomen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, relativieren immerhin die vor der Krise vorherrschende Meinung, dass (schädliche) Blasen gar nicht erkannt werden könnten, und liefern recht zuverlässige Indikatoren zur Erkennung von entsprechenden Wendepunkten.

Für die Ökonomen der Bank of Japan ist es relevanter, was nach dem Platzen der Blase geschieht. Im Fall Japans dauert die Anpassung an, weil die Bevölkerung rasch altert. Eine Rückkehr zum Vorkrisenzustand sei möglicherweise illusorisch – nicht nur in Japan. Die Behörden begeben sich in der Krisenbewältigungsphase auf eine Gratwanderung: Sie versuchen die Wahrscheinlichkeit einer neuerlichen Blase zu reduzieren und gleichzeitig die Auswirkungen der geplatzten Blase abzufedern. Reflexartig wird jeweils die in der vorgängigen Bonusphase gelockerte Regulierung verschärft; gegen Banken und Kreditgeber vorzugehen, ist populär. Weil in einer demografischen Malusphase die Nachfrage nach Wohneigentum gedämpft ist, droht eine Überregulierung. Deshalb, so sagen Vertreter der Bank of Japan, gelte es auch in der Krise, sich antizyklisch zu verhalten und die Schraube nicht zu stark anzuziehen. Nicht zuletzt sei aber wohl anzuerkennen, dass die konventionelle Wirtschaftspolitik in einer von Schuldenüberhängen geprägten sogenannten Bilanzrezession wenig Handhabe hat, eine rasche Erholung herbeizuführen.

SAP mit Rekordumsatz

Operative Marge rückläufig

cae. Frankfurt · Der deutsche Technologiekonzern SAP hat im abgelaufenen Geschäftsjahr die eigenen Umsatzziele übertroffen. Mit einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 14% auf über 16 Mrd. € erreichte das Unternehmen einen Umsatzrekord. Der Umsatz aus den Software- und Software-bezogenen Dienstleistungen kletterte gar um 16%, wie der Konzern am Dienstag in einer kurzen Mitteilung bekanntgab.

Operativ konnte SAP aber mit den Rekorden beim Erlös nicht mithalten. Der Betriebsgewinn sank um 17% auf gut 4 Mrd. €, die operative Marge sank um rund 9 Prozentpunkte auf 25%. Als

Grund für die eigene operative Schwäche gab SAP die forcierten Investitionen in die Innovation einerseits und den Ausbau des weltweiten Vertriebs andererseits an. Auch die aktienbasierte Vergütung habe wegen des stark gestiegenen SAP-Aktienkurses negativ zu Buche geschlagen, ebenso Aufwendungen in Zusammenhang mit Akquisitionen. Weitere Details zum abgelaufenen Geschäftsjahr sowie einen Ausblick in die Zukunft will das Unternehmen erst bei der regulären Präsentation des Geschäftsberichts am 23. Januar bekanntgeben. Die SAP-Aktie verlor am Dienstag in Frankfurt 3,9%.

Air Berlin macht mit Sparen Ernst

Zehn Prozent der Stellen gekürzt

cae. Frankfurt · Der neue Chef der Air Berlin fackelt nicht lange herum. Gerade einmal eine Woche im Amt, hat Prock-Schauer am Dienstag die konkrete Umsetzung des noch von seinem Vorgänger initiierten Effizienzprogramms «Turbine» bekanntgegeben. Dabei will die zweitgrösste deutsche Fluggesellschaft 900 Arbeitsplätze, oder 10% der derzeitigen Stellen, abbauen. Auch Kündigungen werden laut Medienmitteilung nicht ausgeschlossen.

Ziel des zweijährigen Programms ist die Einsparung von 400 Mio. €. Diese soll durch eine Optimierung von Flotte und Flugplan erreicht werden. Air Ber-

lin will sich auf rentable Strecken konzentrieren und in Schlüsselmärkten wie Mallorca die Frequenz sogar erhöhen. Auch die Langstreckenverbindungen ab den beiden Drehkreuzen Berlin und Düsseldorf sollen ausgebaut werden. Unrentable Strecken sollen hingegen eingeschränkt oder aufgegeben werden, wobei hier noch nichts Konkretes kommuniziert worden ist. Der Flughafen Zürich scheint von den Sparmassnahmen aber nicht betroffen, Air Berlin bezeichnete die Schweizer Stadt zusammen mit Wien, Hamburg, München und Stuttgart als «Kernstation» des eigenen Streckennetzes.

E.On erreicht Desinvestitionsziele

(Reuters) · E.On, der grösste deutsche Energiekonzern, hat mit der Veräusserung einer Beteiligung in der Slowakei die Ziele seines Desinvestitionsprogramms übertroffen. Das Unternehmen gebe seinen 24,5%-Anteil an dem slowakischen Versorger SPP für 1,3 Mrd. € an den tschechischen Konkurrenten EPH ab, teilte der Versorger am Dienstag mit. Damit habe E.On aus dem Ende 2010 angekündigten Verkaufsprogramm insgesamt knapp 17 Mrd. € gelöst. Das Unternehmen hatte damals bis Ende 2013 Einnahmen von 15 Mrd. € in Aussicht gestellt. E.On kämpft mit hohen Schulden und sinkenden Gewinnen im Stromgeschäft.