

**Die Wirtschaftsparadigmen der Wohneigentumsförderung**

Sehr geehrte Damen und Herren, sehr geehrtes Wohnforum

Ich möchte in meinem Referat auf den Zusammenhang zwischen Einkommensverteilung, Sozialpolitik und Entwicklung des Immobilienmarktes eingehen. In einem ersten Schritt werde ich ansetzen beim US-amerikanischen Beispiel, dessen Immobilienmarkt-Entwicklung durch das Entstehen und das zerstörerische Platzen der Subprime-Blase die Weltwirtschaft und uns alle in Mitleidenschaft gezogen hat. Enden möchte ich bei der Frage, wie die Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes zu beurteilen ist – insbesondere wie ernst wir die Gefahr einer Blasenbildung auf dem helvetischen Markt nehmen sollten.

Fünfeinhalb Jahre nach der Lehmann-Pleite zeichnet sich der makroökonomische Diskurs nach wie vor durch eine überraschende Konfusion aus. Mit der Niedrigzins-Politik haben die Notenbanken «uncharted territory» betreten. Die Notwendigkeit makroprudenzieller Eingriffe zur Regulierung, insbesondere der Immobilienmärkte, wird zwar allgemein anerkannt. Wo, wie, wann und in welchem Masse aber diese Eingriffe stattzufinden haben, darüber herrscht noch weitgehende Ungewissheit. Eine gute Bestandsaufnahme der allgemeinen Policy-Verunsicherung lieferte kürzlich die Konferenz «Rethinking Macro» des Internationalen Währungsfonds<sup>1</sup>. Auch auf politischer Ebene wird man die gegenwärtige Periode in einem globalen Kontext als Periode der Konfusion bezeichnen müssen. Grundsätzliche Verteilungsprobleme werden dramatischer, ohne dass ein Lösungsansatz in Sicht wäre – innerhalb der Euro-Zone (Leistungsbilanz-Defizite, bzw. -Überschüsse), aber auch etwa in der Binnenwirtschaft der USA (Einkommensverteilung).

Nicht ohne Berechtigung bezeichnet Slavoj Zizek das Jahr 2012 als das «Das Jahr der gefährlichen Träume»<sup>2</sup>. Die Krise ruft nach einschneidenden Reformen. Der Volkszorn entlädt sich in erratischen Phänomenen wie der Minder-Initiative. Von wirklich effektiven Reformen bleibt aber weiterhin wenig sichtbar.

Wie ist es zur amerikanischen Subprime-Krise gekommen? Werfen wir kurz einen Blick zurück.

Auf der Abbildung 1 ist die Entwicklung der Einkommensdisparitäten in den USA von 1913 bis 2011 nachgezeichnet. Abgebildet wird der Anteil des obersten Einkommens-Dezils am gesamten Volkseinkommen. Bemerkenswert sind verschiedene Aspekte:

1. Die US-amerikanischen Einkommensdisparitäten stiegen in den 20er-Jahren explosionsartig an – eine Folge des Börsenbooms, der im Oktober 1929 zum berühmten Crash führte und die Weltwirtschaftskrise einläutete. Ein vergleichbares Ungleichgewicht erreichte das Einkommensgefüge erst 80 Jahre später wieder – im unmittelbaren Vorfeld des Platzens der Subprime-Blase und der Bankenkrise. Der Verdacht liegt nahe, dass Ungleichheit und Blasenbildung miteinander korreliert sind.

<sup>1</sup> [www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/](http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2013/macro2/)

<sup>2</sup> Slavoj Zizek, Das Jahr der gefährlichen Träume, Fischer-Verlag, 2013.

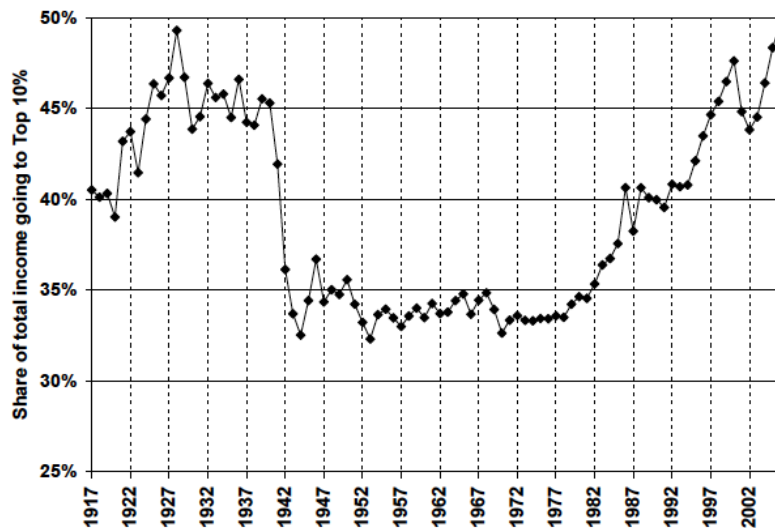


2. Die amerikanische Einkommensverteilung hat nach der Jahrtausendwende wieder die extreme Ungleichheit erreicht, die sie in den 20er-Jahren schon einmal vorgewiesen hatte. Von Anfang der 40er- bis Mitte der 80er-Jahre präsentiert sich jedoch ein völlig anderes Bild. Die nachhaltige Umverteilung des New Deals und einer neuen, ab den 30er-Jahren viel progressiveren Besteuerung hat das Nachkriegseinkommensgefüge stark geprägt und zu einer massiven Verringerung der Lohnspreizungen geführt. Die amerikanische Wirtschaftsgeschichte nennt dieses Phänomen «the great contraction». Die USA wurden zu einer Mittelstandsgesellschaft – bis in die 80er-Jahre. Dann drehte sich der Trend wieder.

3. Erst im Jahr 2011 wurde ein Spitzenwert der Einkommensungleichverteilung erreicht, der einen neuen Rekord aufstellt und selbst noch den bisherigen Höchstwert des Jahres 1927 hinter sich zurücklässt. Im Jahr 5 nach der Finanzkrise sind die fundamentalen Ungleichgewichte, die wesentlich zu ihrer Entstehung beigetragen haben, nicht abgebaut worden, sondern stehen im Gegenteil auf einem neuen Höhepunkt.

Abbildung 1

1 Die amerikanische Einkommensverteilung



**FIGURE 1**  
The Top Decile Income Share in the United States, 1917-2006

Source: Piketty and Saez (2003), series updated to 2006.

Income is defined as market income including capital gains.

In 2006, top decile includes all families with more than \$104,700 of annual income.



## Wo liegt nun der Zusammenhang zwischen Einkommensdisparitäten und Subprime-Krise?

Eine der besten Analysen zu diesem Konnex stammt vom dem in Chicago lehrenden und sich der wirtschaftsliberalen «Chicago School» verpflichtet fühlenden Ökonomen Raghuram Rajan. In «Fault Lines»<sup>3</sup>, seinem Werk zur Finanzkrise, leitet er her, wie die zunehmende amerikanische Ungleichverteilung der Einkommen zur Aufblähung der Immobilien-Blase führt. Der Mechanismus ist ein einfacher: Da die amerikanische Unterschicht relativ zu den oberen Einkommensklassen immer mehr an Terrain verlor und das Einkommen der ärmeren Haushalte stagnierte, musste ein Mechanismus des sozialen Ausgleichs gefunden werden. Dieser Mechanismus war nicht die staatliche Sozialpolitik, sondern die private Verschuldung, die allerdings im Falle der USA auch noch kräftig durch staatliche Förderungsmassnahmen gestützt wurde. Mangels anderer Einkommensquellen, so Rajan, haben die unteren amerikanischen Einkommensschichten ihre Immobilien in Geldquellen auf Kredit umgewandelt. Bis zum bitteren Ende.

Eine besondere Bedeutung kommt in diesem Kontext der Entwicklung der amerikanischen Arbeitslosigkeit, insbesondere dem Phänomen der sogenannten «jobless recovery» zu. Der amerikanische Arbeitsmarkt zeichnet sich durch einen seltsamen Strukturwandel aus: Die Wirtschaftskrisen mit nachfolgender hoher Arbeitslosigkeit werden nicht unbedingt stärker als die Krisen der 70er- und 80er-Jahre (mit Ausnahme natürlich der Finanzkrise, die zu einer sehr starken Rezession geführt hat), aber die Erholung des Arbeitsmarktes dauert heute wesentlich länger als bei vergleichbaren Schocks in früheren Jahrzehnten. Auch wenn die Konjunktur nach einem Einbruch wieder in Fahrt kommt, dauert es sehr lange. Nach Rajan zeigte sich dieses Phänomen zum ersten Mal Anfang der 90er-Jahre – und kostete Georg Bush senior die Wiederwahl als Präsident. Auch die Wirtschaftskrise Anfang der Nullerjahre führte zu einer sehr langwierigen «jobless recovery». Die Reaktion der FED auf diese Begebenheit bestand nicht nur darin, dass die Zinsen tief gehalten wurden (was den Hypothekenmarkt erhitzte), sondern dass Alan Greenspan sich weigerte, gegen die Immobilien-Kredit-Blase regulatorisch vorzugehen<sup>4</sup>. Auf breiter Front wurde der private Hausbesitz für die unteren Einkommensklassen gefördert, sowohl durch die halbstaatlichen Bauspar-Kassen Fannie Mae und Freddie Mac als auch durch gesonderte föderale Hypotheken-Subventionierungsmassnahmen für den Privatsektor, die in den sogenannten «affordable housing goals acts» gesetzlich kodifiziert wurden.

Entgegen der häufig vertretenen Ansicht, es sei die staatliche Eigenheimförderung gewesen, die den Subprime-Bubble ausgelöst habe, gilt es allerdings festzuhalten, dass der staatliche und parastaatliche Sektor bei der Blasenbildung zwar eine nicht vernachlässigbare, aber nicht die zentrale Rolle gespielt hat. Die grossen Subprime-Hypotheken-Gläubiger waren private Kreditinstitute, die im Verbriefungsgoldtausch ohne eigenes Risiko das grosse Geld machen wollten<sup>5</sup>, nicht die Institutionen mit Staatsgarantie.

<sup>3</sup> Raghuram Rajan, *Fault lines. How hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton University Press 2010.

<sup>4</sup> «First, the jobless recovery from the recession of 2001 induce the FED to keep the interest rates extremely low for a sustained period. [...] Second, the FED actively encouraged financial markets to believe that it would follow a asymmetrical policy: it would not lean against a potentially unsustainable rise in asset prices...» Rajan, op cit., S. 98.

<sup>5</sup> Eine hervorragende Analyse der Frage, welche Akteure für die Kreditblase konkret verantwortlich zu machen, findet sich bei: Adam J. Levitin, Susan Waechter: «Explaining the housing bubbles», in: *The Georgetown Law Journal*, vol 100, S. 1179–1258.



Wie auch immer man die Frage der präzisen Krisenmechanismen entscheiden will: Der ursprüngliche Grund für die Subprime-Krise liegt in der Explosion der Einkommensdisparitäten. Diese Lektion ist insofern äusserst beunruhigend, als eben diese Einkommensdisparitäten nach der Krise erneut auf einen Höchststand geklettert sind und im Jahr 2011 einen neuen Spitzenwert erklommen haben. Nicht weniger beängstigend sind die Zahlen vom amerikanischen Arbeitsmarkt (Abbildung 2). Sie zeichnen sich nicht nur dadurch aus, dass der Einbruch auf dem Arbeitsmarkt nach der Finanzkrise besonders scharf gewesen ist, sondern eben auch dadurch dass die Erholung mit noch nie dagewesener Langsamkeit verläuft. Noch nie hat der Wiederaufschwung so wenig Jobs geschaffen wie heute.

Das Fazit aus der amerikanischen Subprime-Krise: Die Bedingungen für eine Immobilien-Blase mit anschliessender Finanzkrise werden durch fundamentale sozialpolitische Einflussfaktoren geschaffen. Sie sind heute, fünf Jahre nach der Krise, eher noch mächtiger als davor.

Abbildung 2

2 Arbeitslosenrate USA  
Quelle: St. Louis FED



### Eine Schweizer Immobilienblase?

Das amerikanische Schreckensbeispiel wirft natürlich auch die Frage auf, wie akut die Blasendrohung auf dem Schweizer Immobilienmarkt sein könnte. Das internationale Niedrigzinsumfeld hat dazu geführt, dass heute fast alle Industrienationen in zwei Gruppen unterteilt werden können: diejenigen Länder, die eine Immobilienblase hinter sich haben und diejenigen, denen sie noch droht. Besonders bedrohlich erscheint in der Schweiz, dass das Land eine spektakuläre Ausdehnung seines Hypothekemarktes erfahren hat. Die Ausdehnung des Kreditvolumens ist rasant (Abbildung 3). Mark Dittli hat in der «Finanz und Wirtschaft» das Volumen der Hypotheken an Privathaushalte als Prozentsatz des BIP berechnet und mit anderen Ländern verglichen<sup>6</sup>. Die Ergebnisse sind beeindruckend: Bis

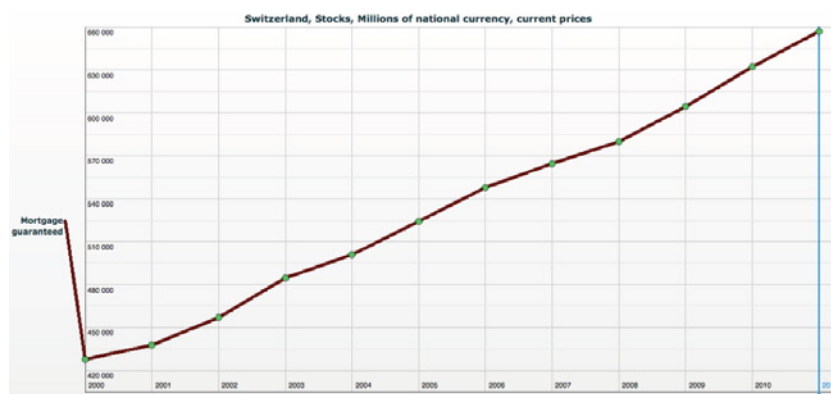
<sup>6</sup> [www.fuw.ch/article/viel-glueck-schweiz/](http://www.fuw.ch/article/viel-glueck-schweiz/)



Januar 2013 ist gemäss Schweizerischer Nationalbank das Volumen der Hypothekarkredite an Privathaushalte auf rund 700 Milliarden Franken angestiegen. Das entspricht 118 Prozent des Bruttoinlandproduktes.

Abbildung 3

3 Volumen der Hypothekarkredite  
an Privathaushalte  
Quelle: OECD



Wie hoch dieser Wert liegt, ergibt ein Vergleich mit Ländern, die eine Immobilienblase bereits hinter sich haben. In den USA belief sich auf dem Peak der Suprime-Blase das Gesamthypothekarvolumen auf 97 Prozent des BIP, in Spanien, dem Land, das in Europa von der dramatischsten Immobilienblase betroffen ist, liegt der betreffende Wert sogar bei lediglich 85 Prozent. Diese Werte allein sollten eigentlich zu einem Zustand absoluter Alarmiertheit führen bei den Schweizer Aufsichtsbehörden und in der Öffentlichkeit.

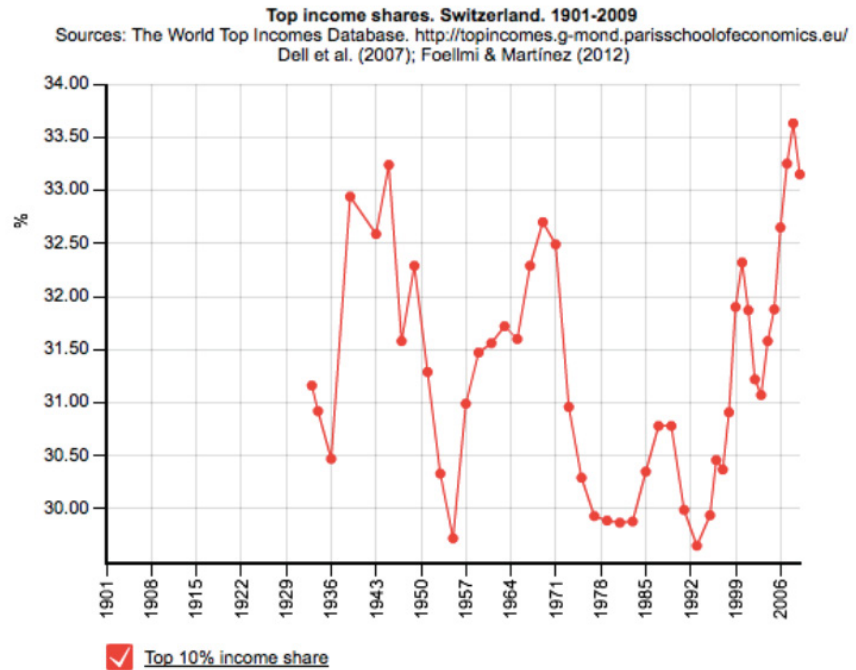
Die SNB hat zwar reagiert und die Banken neuerdings dazu verdonnert, ihre Hypotheken-Portfolios mit höheren Kapitalreserven zu unterlegen. Die Systemrisiken – das heisst die Gefahr von Bankpleiten in Folge eines Absturzes des Immobilienmarktes – sind durch diese Massnahme sicherlich reduziert worden. Auf die Volumen der Hypotheken-Vergabe und auf die Preissteigerung auf dem Immobilienmarkt hat die Erhöhung der Kapitalpuffer allerdings nur einen marginalen Einfluss.

Interessant ist, wenn man vor dem Hintergrund der Immobilienpreis-Entwicklung die Kurve der Lohn disparitäten in der Schweiz in den Blick nimmt (Abbildung 4). Zwar ist die Entwicklung in keiner Weise mit der dramatischen Aufspreizung der Einkommen in den USA zu vergleichen. Aber auch für die Periode 2003–2009 ist die Vergrösserung der Einkommensdisparitäten in der Schweiz relativ rasant – und koinzidiert mit steil ansteigenden Immobilienpreisen.

Was definitiv nicht mit den USA verglichen werden kann, sind die sozialpolitischen Rahmenbedingungen in der Schweiz. Dennoch sind es auch bei uns verteilungspolitische Kräfte, die zum Immobilienboom beitragen: die Oberschicht-Zuwanderung, die Verknappung von Wohnraum in den Zentren, die sinkenden verfügbaren Einkommen der unteren und mittleren Mittelschicht.



Abbildung 4



Die Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes sollte die verstärkte Aufmerksamkeit der Aufsichtsbehörden auf sich ziehen. Vor allem aber ist eine Wohnbaupolitik zu betreiben, die garantiert, dass genügend bezahlbarer, nachhaltig finanzierbarer Wohnraum vorhanden ist. Denn die Risiken, die mit der gegenwärtigen Entwicklung verbunden sind, können kaum überschätzt werden.

