

Der Blick in die Kristallkugel: Wie entwickelt sich der Immobilienmarkt?

Achtes Symposium der «Group of Fifteen»

Mit einem vollbesetzten Auditorium durfte die «Group of Fifteen» im Zürcher Technopark ihr traditionelles Symposium durchführen. Dieses Mal standen die makro-, mikroökonomischen und politischen Faktoren im Mittelpunkt, welche die Bedarfsplanung im Immobilienmarkt aus internationaler Sicht mitentscheiden.



Alle Jahre wieder: Full House beim 8. Symposium der «Group of Fifteen». (Fotos: BUS-House)

Richard Staub, www.bus-house.ch

Die Immobilienmärkte werden wesentlich durch die Investitions- und Devestitionspolitik der grossen Investoren, allen voran der Pensionskassen, beeinflusst. Von zentraler Bedeutung ist unter anderem auch die Zinspolitik der jeweiligen Nationalbanken sowie der US-Notenbank. Auch die Börse beeinflusst mit ihrem Verhalten die Immobilienmärkte stark, denn sie wirkt sich auf die Liquidität der Pensionskassen aus. Im Verlauf der vergangenen Monate registrierten die Börsen einen kontinuierlichen Aufwärtstrend, der die Pensionskassen und grossen Investoren dazu veranlasste, massiv in den Immobilienmarkt zu investieren. Der Boom im Wohnungsbau war eine der Konsequenzen. Ein Überangebot zeichnet sich deshalb seit Mitte 2006 ab. Welche Entwicklungen sind für das Jahr 2007 zu erwarten? Mit diesen Fragen eröffnete Dr. Paul Herzog, Präsident der «Group of Fifteen», den anspruchsvollen Anlass, der von Marina de Senarclens, Geschäftsführerin der Vereinigung, moderiert wurde.

Gibt es einen Trend in Richtung «Globaler Immobilienzyklus»?

Christian A. L. Hilber, London School of Economics, eröffnete den nachmittäglichen Reigen an eigentlichen Ökonomievorlesungen. Der Immobilienbesitz ist eine wichtige Determinante des privaten Vermögens. Untersuchungen zeigen, dass es keinen globalen Immobilienzyklus gibt, was ja eine globale Instabilität zur Folge hätte. Der zurzeit weltweit ähnliche Ver-



Christian A. L. Hilber, London School of Economics.

lauf ist vermutlich eher ein «historischer Zufall», eine seltene Kombination von weltweit hohem Produktivitätswachstum und gleichzeitig tiefer Inflation und Zinsen. Aber Immobilienpreise verhalten sich tatsächlich zyklisch, wie Hilber anhand verschiedener Beispiele aus diversen Regionen der Erde aufzeigte. Boom (starkes Wachstum)- und Bustphasen (Stagnation, Preisrückgang) wechseln sich ab (Bild 3). (Nominelle) Zinssätze waren in den letzten Jahren weltweit historisch tief und Immobilienmärkte boomen auf allen Kontinenten (z.B. London 13% Preiswachstum pro Jahr!), wobei auch hier Gegenbeispiele zu verzeichnen sind (z.B. Hongkong -44% seit 1997). Drei Erkenntnisse aus der Forschungsküche lauten:

- Immobilienmärkte sind «lokale Märkte»: Immobilienpreise werden vornehmlich von lokalen Faktoren bestimmt wie Distanz zum Stadtzentrum, Qualität der lokalen Schulen, lokale Steuersätze, lokale Bodennutzungsregulierungen/lokale Verfügbarkeit an Bauland, Attraktivität des lokalen Arbeitsmarktes oder natürliche Vorzüge (See, Flüsse usw.).
- Zyklizität wird beeinflusst durch lokales Angebot an Bauland; das



Dr. Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank.

Paradebeispiel einer Stadt mit unelastischem Angebot ist San Francisco mit relativ restriktiver Zonenplanung und Bauvorschriften.

- Immobilienzyklen sind oft unabhängig von Konjunktur (Nachfrage): Empirisch können zwei Arten von Zyklen unterschieden werden: Intrinsische Zyklen, unabhängig von ökonomischen Schocks (oft Bürogebäude- und Einzelhandelsmärkte), Zyklen als Folge von wiederholten nationalen, regionalen und lokalen ökonomischen Schocks (oft Wohnungs- und Industriegebäudemärkte).

Beim «Blick in die Kristallkugel» erkannte Hilber u.a. folgende Trends: Weg von direkten hin zu indirekten Immobilienanlagen, Zunahme der internationalen Investitionstätigkeit in Immobilien und Zunahme der Preisvolatilität. Immobilienmärkte sind (und bleiben) «lokale Märkte», aber Investoren würden internationaler, «Sophisticated Investors» in internationale Immobilien hätten rosige Zeiten vor sich!

Notenbankpolitik und Immobilienmarktentwicklung

Dr. Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, war der Einladung gerne gefolgt, weil die Thematik Geldpolitik und Immobilienmarkt für die Schweizerische National-



Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen.

bank wichtig ist. Der Immobilienmarkt im weiteren Sinne – also nicht nur die Vermarktung von Immobilien – bringt drei wichtige Gruppen von Wirtschaftsteilnehmern zusammen. Es sind dies, erstens, die Baubranche als Produzenten, zweitens die privaten Haushalte und Unternehmen als Eigentümer und Benützer der Liegenschaften und drittens die Banken als bedeutendste Finanzierungsquelle für Investoren am Immobilienmarkt. Durch das Zusammenspiel dieser drei Akteure wird die Versorgung der Volkswirtschaft mit Immobilien sichergestellt. Der Wert des gesamten Gebäudebestandes im Jahre 2005 betrug rund 800 Mrd. Franken und machte damit rund 60% des ge-

3. Bei der Finanzierung von Immobilien dienen die Liegenschaften in der Regel als Sicherheiten. Steigen die Immobilienpreise, so nimmt der Wert dieser Sicherheiten zu. Die privaten Haushalte und Unternehmen werden kreditwürdiger und die Banken sind bereit, die Mittel zu günstigeren Bedingungen zur Verfügung zu stellen.

Unter normalen Umständen bereiten Veränderungen der Immobilienpreise den Zentralbanken keine speziellen Probleme. Hellhörig werden diese jedoch, wenn die Immobilienpreise innert kurzer Zeit stark ansteigen. Ähnlich wie die Preise anderer Vermögensanlagen – Aktien oder Gold zum Beispiel – können auch die Immobilienprei-

fassung. Ein zusätzlicher Druck könnte durch die demografische Entwicklung entstehen. Seit Einführung der Personenfreizügigkeit mit der EU vor bald fünf Jahren sehen wir beispielsweise eine recht starke Zuwanderung gut ausgebildeter, kaufkräftiger Personen. Dies alles erhöht tendenziell die Nachfrage nach Wohnraum. Bis jetzt vermochte das Angebot mit der steigenden Nachfrage Schritt zu halten. Bei einer verstärkten Nachfrage könnte es aber infolge der trägen Anpassung des Angebots durchaus zu stärkeren Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt kommen. Es wäre dann die Aufgabe der Nationalbank, in einem solchen, schwierigeren Umfeld dafür zu sorgen, dass die Entwicklung der Immobilienpreise die Preisstabilität als Ganzes nicht gefährdet.

tionelle Investoren sind wichtige Akteure auf Immobilienmärkten. Gantenbeins Schlussfolgerungen lauten u.a.: Die Portfolioanalyse von Pensionskassen wäre 15% (Ist) versus 20–30% (optimal), allerdings besteht eine Knappheit an guten Immobilien (generell begrenzte Investitionsmöglichkeiten). Kotierte Immobilienanlagen haben nur beschränktes Diversifikationspotenzial. Die Informationsverarbeitung und Effizienz am Immobilienmarkt dürfte sich durch die Ausweitung des Anlageuniversums mit derivativen Kontrakten weiter verbessern. Nach so viel Wirtschaftstheorie erlabten sich die Teilnehmer an den Analysen von Hanspeter Burri alias Schauspieler Mike Müller mit bissigen Pointen, auch über die Berufsgruppe Facility Manager, sowie am reichhaltigen Apéro, um das doch mindestens so wichtige Networking zu betreiben. ■

Immobilienmarkt und institutionelle Investoren

Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen, analysierte als letzter Referent die Investitionen von Versicherungen und Pensionskassen im Immobilienmarkt. Sie

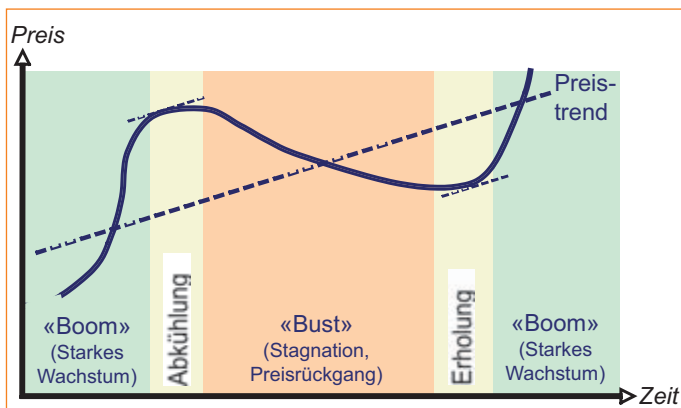


Bild 3: Prinzip der Immobilienzyklen. (Grafik: Hilber)

samen Realkapitalbestandes der Schweiz aus. Ähnliches zeigt die Finanzierungsseite. Der grösste Teil der Immobilienfinanzierung erfolgt bekanntlich über die Geschäftsbanken. Im Jahre 2005 machten die Hypothekarkredite gut 80% der inländischen Kredite der Banken in der Schweiz aus. Laut Roth sind es im Wesentlichen drei Gründe, die dafür verantwortlich sind, dass die Immobilienpreise in der laufenden Konjunktur- und Preisanalyse eine bedeutende Rolle spielen:

1. Die Immobilienpreise beeinflussen das Vermögen der privaten Haushalte und damit den privaten Konsum.
2. Die Mietpreise gehen unmittelbar in den Konsumentenpreisindex ein. In der Schweiz ist ihr Gewicht im Warenkorb mit knapp 20% sogar überdurchschnittlich hoch. Zwischen Mieten und Immobilienpreisen besteht vor allem mittel- und langfristig eine enge Beziehung.

se allein durch die Spekulation auf weitere Preissteigerungen getrieben werden. Dies hat die Schweiz in den 90er-Jahren deutlich zu spüren bekommen. Die Immobilienpreise stiegen zwischen 1986 und 1992 massiv an. Um 1990 war der Wendepunkt erreicht. Die anschließende Talfahrt hielt bis zum Ende der 90er-Jahre an. Am Ende lagen die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen um rund 25% unter dem vorangegangenen Höchststand. Gleichzeitig fielen die Marktmieten um fast 40%. Die Folgen des Preisrückgangs waren gravierend. Die Bauwirtschaft geriet in eine Rezession.

Nach Einschätzung von Roth hat sich der schweizerische Immobilienmarkt in den letzten Jahren sehr erfreulich entwickelt und einen grossen Beitrag zum wirtschaftlichen Aufschwung geleistet. Nach seiner Einschätzung befindet sich insbesondere der Wohnungsmarkt heute in einer ausgeglichenen Ver-



Hanspeter Burri alias Schauspieler Mike Müller analysiert die Lage mit einer etwas veralteten Karte.

haben beide ihre Immobilienanteile erhöht, v.a. Pensionskassen wollen jedoch Anteile indirekter Immobilienanlagen erhöhen – durch Umwandlung direkter Anlagen in indirekte. Es besteht wenig internationale Diversifikation, dafür sektorale und nationale Diversifikation, wobei hier v.a. die Region Zürich klar an der Spitze liegt. Neu sind Derivate auf indirekte Immobilienanlagen. Institu-