

# Indirekte Immobilienanlagen als vorlaufender Indikator

Die wichtigsten Preisdeterminanten am Schweizer Markt

Die Kursentwicklung indirekter Immobilienanlagen erweist sich als nützlicher Indikator für den Verlauf der Preise und Renditen von Wohn- sowie Geschäftsliegenschaften.

Sibylle Huwiler, Pascal Gantenbein

Der Schweizer Immobilienmarkt war bisher wenig von der Rezession betroffen. Dies belegen sowohl die relativ stabile Preissituation am Markt für Direktanlagen als auch die Renditen verschiedener Immobilienaktiengesellschaften und Immobilienfonds. Zwar haben sich im oberen Preissegment die Preise für Wohnungen, Einfamilienhäuser und unüberbautes Land etwas zurückgebildet, doch zeigen die Transaktionspreisindizes für Eigentumswohnungen im mittleren Segment bis jetzt nur eine schwache Korrektur nach unten. Zur Einschätzung der Lage am Schweizer Immobilienmarkt stellt sich mithin die Frage, welche Faktoren als vorlaufende Indikatoren für Preiskorrekturen wichtig sind und welche Signale sich hierfür aus dem Markt für indirekte Immobilienanlagen ableiten lassen.

## Vorlaufende Indikatoren

Zur Preisbildung der Direktanlagen existiert mittlerweile eine Vielzahl von Untersuchungen, welche zeigen, dass sich die Immobilienpreise in verschiedenen Teilmärkten auf Basis der Entwicklungen sowohl von lokalem Angebot

und lokaler Nachfrage als auch auf Basis von konjunkturellen und strukturellen Komponenten bilden. Primäre Determinanten auf der Nachfrageseite im Wohnsegment sind die Entwicklung des Pro-Kopf-Einkommens, Änderungen des Zinsniveaus sowie demografische und konjunkturelle Faktoren. Diese bestimmen über die Einkommenselastizität und die Opportunitätskosten das Volumen der Wohnraumnachfrage. Angebotsseitig relevant sind die Wohnbautätigkeit, Baukosten, Opportunitätskosten sowie die Preiselastizität des Angebots.

Beim Büroflächenmarkt wirken nachfrageseitig die branchenspezifischen Reaktionen auf die konjunkturelle Entwicklung und beim Verkaufsmarktes der Detailhandels-Nachfrage, während die Anzahl Baugesuche und die Baubewilligungen Aufschluss über die Angebotsseite geben.

## Indirekte Immobilienanlagen

Aus Anlegersicht stellt sich die Frage, ob diese für den Direktanlagemarkt relevanten vorlaufenden Indikatoren auch für die Beschreibung der Renditen indirekter Immobilienanlagen herangezogen werden können und ob sich aus dem Kursverlauf im indirekten Segment zusätzliche Informationen für den Direktanlagemarkt ergeben.

Für den Schweizer Immobilienmarkt sind nach unserer Untersuchung zwei Punkte besonders hervorzuheben: Erstens hat sich gezeigt, dass die Entwicklungen an den Märkten für direkte und indirekte Immobilienanlagen nicht un-

abhängig voneinander sind. Zwar weisen indirekte Immobilienanlagen ein spezifisches Renditemuster auf, welches sich nur sehr beschränkt durch die Renditen am Direktanlagemarkt erklären lässt. Dafür verantwortlich sind mitunter auch die Liquiditätsunterschiede zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen. Doch haben indirekte Immobilienanlagen, falls sie um den Einfluss der Finanzmärkte bereinigt werden, einen gegenüber dem Markt für Direktanlagen vorlaufenden Charakter, und zwar um rund ein Jahr. Sinken beispielsweise die Renditen indirekter Immobilienanlagen, besteht eine erhöhte Wahrscheinlichkeit, dass sich auch die Transaktionspreise direkter Immobilienanlagen etwa um ein Jahr verzögert zurückbilden werden.

Damit stellt sich zweitens die Frage, von welchen Faktoren die Renditen indirekter Immobilienanlagen abhängen. Zunächst stehen diese wie erwähnt unter dem Einfluss der Finanzmärkte. Doch im Gegensatz zu Direktanlagen, deren Preisänderungen sich durch die makroökonomischen Faktoren Zinsen, Konjunktur, Einkommen und Bautätigkeit in der längeren Frist recht gut beschreiben lassen, sind diese für die Erklärung der Kurse indirekter Immobilienanlagen statistisch nur beschränkt signifikant.

Indessen spiegeln sich diese Grössen mitunter in der Wohnbautätigkeit, die darüber hinaus auch Migrationseffekte sowie Markterwartungen stärker berücksichtigt. Die Bautätigkeit hat sich dabei als sehr nützlicher Faktor zur längerfristigen Erklärung der Renditen in-

direkter Immobilienanlagen herausgestellt. Der positive Zusammenhang gilt gleichermaßen für die Renditen von Schweizer Immobilienfonds, welche hauptsächlich in Wohnliegenschaften investieren, als auch für primär in Geschäftsliegenschaften engagierte Schweizer Immobilienaktiengesellschaften. Aufgrund der mit der Bautätigkeit inhärenten Zeitverzögerung eignet sich diese nicht als vorlaufender Indikator für die Renditen indirekter Immobilienanlagen, doch zeigt sich darin das Ausmass der Konsistenz einer Renditeentwicklung mit dem makroökonomischen Umfeld. Eine geringere Wohnbautätigkeit zusammen mit höheren Leerständen geht damit im Regelfall mit einer Reduktion der Renditen indirekter Immobilienanlagen einher.

Wie bereits erwähnt, hat sich mithin gezeigt, dass die Preise an den Märkten für direkte und indirekte Immobilienanlagen nicht unabhängig voneinander sind und sich die Kursentwicklung indirekter Immobilienanlagen als nützlicher Indikator für die Preis- und Renditeentwicklung von Wohn- und Geschäftsliegenschaften erweist. Deren Einfluss lässt sich wiederum durch die Bautätigkeit validieren.

## Moderate Wohnbautätigkeit

Welche Implikationen ergeben sich aus diesen beiden Beobachtungen gegenwärtig für die Investoren? Nachfrage-seitig stützen die intakte Zuwanderung aus dem EU-Raum, die demografische Situation in der Schweiz sowie die günstige Zinssituation trotz dem schwierigen

konjunkturellen Umfeld die Preise im Wohnungsmarkt. Angebotsseitig war jedoch – trotz der gemäss Credit Suisse per 1. Juni 2009 im Vergleich mit dem Vorjahr tieferen Leerstandsnummer von nur 0,9% – nach dem Bundesamt für Statistik die Wohnbautätigkeit im ersten Halbjahr 2009 leicht rückläufig: Zum einen wurden weniger Baugesuche eingereicht, zum anderen wird auch im Rahmen bereits erteilter Bewilligungen weniger gebaut. Auch haben sich die Preise für Eigentumswohnungen zum ersten Mal seit rund sechs Jahren um rund 0,5% zurückgebildet, dies vor allem in peripheren Regionen, wogegen die Regionen mit dem grössten Preiswachstum weiterhin moderat steigende Preise verzeichnen.

Indessen gibt die Kursentwicklung an den Märkten für indirekte Immobilienanlagen wenig Anlass zur Sorge. Der Wohnungsmarkt ist mit Ausnahme jener Regionen, in denen sich Immobilienblasen gebildet haben, im Vergleich mit dem Markt für Geschäftsliegenschaften derzeit ziemlich krisenresistent. Demzufolge dürfen Investoren, welche in Wohnimmobilien des mittleren Segments investiert sind, mit relativ konstanten Renditen rechnen. Die Leerstände der Geschäftsliegenschaften hingegen haben konjunkturbedingt zugenommen, und es dürfte zu höheren Leerständen und Renditeeinbussen kommen.

Sibylle Huwiler ist M. A. HSG, dipl. Hdl. und in der Wirtschaftsprüfung tätig, Prof. Dr. Pascal Gantenbein ist Ordinarius für Finanzmanagement an der Universität Basel.

## ALLES UNTER DACH UND FACH.

### Master of Advanced Studies (MAS) in Real Estate Management

#### Studienbeginn

Montag, 9. November 2009

Absolvieren Sie Ihr Masterstudium berufsbegleitend direkt beim HB Zürich – an der HWZ, Mitglied der Zürcher Fachhochschule. Mehr über unsere Master-Programme: 043 322 26 88, master@fh-hwz.ch oder [www.fh-hwz.ch](http://www.fh-hwz.ch)

**HWZ** | Hochschule für Wirtschaft Zürich



Universität Zürich

**CUREM**

Center for Urban & Real Estate Management – Zürich

## Masterstudium MAS UZH in Real Estate

- Sie wollen etwas bewegen?
- Sie haben Freude an der eigenen Leistung und an der Erweiterung der eigenen Fähigkeiten?
- Sie sind neugierig und haben Interesse am aktuellen Fach- und Managementwissen auf höchstem akademischem Niveau?

Dann erwerben Sie das Rüstzeug für eine erfolgreiche Karriere in der Immobilienwirtschaft mit dem Studium zum MAS UZH Real Estate. Der Studiengang steht unter dem Patronat des Schweizerischen Ingenieur- und Architektenvereins SIA und ist durch RICS akkreditiert. Er wird berufsbegleitend in 18 Monaten absolviert und steht Interessenten/-innen mit und ohne Hochschulabschluss offen.

#### Nächste Informationsanlässe für Studieninteressenten/-innen:

Mittwoch, 4. November und Dienstag, 1. Dezember 2009  
jeweils 18:15 – 20:00 Uhr, Universität Zürich  
Infos auf [www.masrealestate.uzh.ch](http://www.masrealestate.uzh.ch) oder [www.curem.ch](http://www.curem.ch)

MAS Real Estate c/o CUREM, Center for Urban & Real Estate Management – Zürich, Schanzeneggstrasse 1, 8002 Zürich  
[www.masrealestate.uzh.ch](http://www.masrealestate.uzh.ch) und [www.curem.ch](http://www.curem.ch)

Bauen für die

2000

**Watt**  
Gesellschaft

6.-22.  
Nov. 2009  
ewz-Unterwerk  
Selnau

[www.stadt-zuerich.ch/standderdinge](http://www.stadt-zuerich.ch/standderdinge)



Stadt Zürich  
Hochbaudepartement