

Führt Immigration notwendigerweise zur Preisexplosion?

Ein neuer Langzeit-Preisindex für Schweizer Anlageobjekte gibt Aufschluss

Ein neuer Index zeigt erstmals die langfristige Preisentwicklung bei Schweizer Rendite-Wohnliegenschaften. Er macht deutlich, dass das Bevölkerungswachstum nur einer der Faktoren ist, welche die Wertentwicklung von Liegenschaften beeinflussen.

Mihnea Constantinescu, Daniel Sager

Die Immigration und die steigenden Mieten in den Zentren beschäftigen die Schweiz. In Kombination mit der auf den Finanzmärkten herrschenden Unsicherheit bewirkt dies auch steigende Preise für Immobilien-Anlageobjekte, so dass bereits das Wort «Blase» die Runde macht. Aber ist es zwangsläufig so, dass Immobilienpreise mit dem Bevölkerungswachstum steigen?

Ein (gar nicht so) knappes Gut

Die Ansicht, dass Immobilienpreise real immer zulegen, fusst in der Theorie von Malthus. Dort steht einer wachsenden Bevölkerung die begrenzte Ressource Land gegenüber, so dass die Landpreise mit dem Bevölkerungsanstieg zulegen. Ein limitiertes Angebot an Bauland war einer der oft zitierten Gründe für den starken Anstieg der US-amerikanischen Immobilienpreise seit dem Jahr 2000.

Diese alte Theorie ist mit Blick auf neuere Ressourcen-ökonomischen Ansätze allerdings überholt. So bestimmt sich die Preisentwicklung einer Ressource nicht nur durch ihre Verfügbarkeit, sondern u. a. auch durch ihre unabdingbare Notwendigkeit sowie ihre Bedeutung im Produktionsprozess. Auch wenn Land nicht vollkommen ersetzt werden kann, so kann seine Bedeutung

durch technischen Fortschritt doch reduziert werden: Ein Grund, warum die Landwirtschaftspreise seit 1800 trotz starkem Bevölkerungsanstieg nicht ins Unermessliche gestiegen sind, liegt in der beeindruckenden Produktivitätssteigerung bei der Kultivierung des Ackerlandes.

Auch bei den nichtlandwirtschaftlichen Nutzungen ändert sich die Bedeutung des Bodens und der Lagen: Gebäude können höher, Städte dichter werden. Entgegen älteren städtebaulichen Theorien entwickeln sich Städte nicht nur monozentrisch, sondern multipolar, was zu einer gewissen Preisnivellierung über das städtische Gebiet führt. Reicht das, damit die Gebäudepreise nicht mit dem Bevölkerungswachstum steigen?

Indizes der langfristigen Preisentwicklung von Immobilien tragen zur empirischen Klärung dieser Frage bei. Nur wenige Quellen dokumentieren langfristige Preisdaten für Immobilien. Das Problem liegt in der geringen Zahl der Transaktionen und ihrer Erfassung sowie der Qualitätsbereinigung von un-

terschiedlichen Gebäudemerkmalen. Eine Pionierrolle kommt der Immobilienpreisreihe zum Herengracht-Quartier in Amsterdam (1628–1973) zu. Eine weitere Studie befasst sich mit der Entwicklung der Preise für Bürogebäude in Manhattan (1899–1999). Während in Amsterdam über die gesamte Dauer ein realer jährlicher Anstieg der Preise um 0,25% zu beobachten ist, liegen die Preise für Bürogebäude in Manhattan 1999 real deutlich unter dem Niveau von 1899. Die Volatilität in Manhattan ist allerdings beachtlich. Perioden mit starken Preisanstiegen stehen solchen mit starkem Preiszerfall gegenüber.

Real stabil, aber volatil

Nun konnte auch für die Schweiz ein solcher Index konstruiert werden, der die Preisentwicklung ab 1936 misst. Diese wird in der untenstehenden Grafik teuerungsbereinigt dargestellt. Die Ergebnisse für die Schweiz decken sich mit den Ergebnissen der genannten Studien. Auch diese Reihe weist eine be-

trächtliche Volatilität auf. Erstaunen mag der Preiszerfall im Zuge der Grossen Depression der 1930er Jahre. Auch wenn dort wenig Transaktionen gemessen wurden, scheint er plausibel: Im Jahre 1936 wies die Stadt Zürich den beeindruckenden Leerstand von 3356 Wohnungen (3,7% des Bestandes im Vergleich zu derzeit 0,07%) auf. Ausserdem wies beispielsweise auch Manhattan zwischen 1929 und 1939 den historisch stärksten Preiszerfall auf.

Zwei prägende Ereignisse

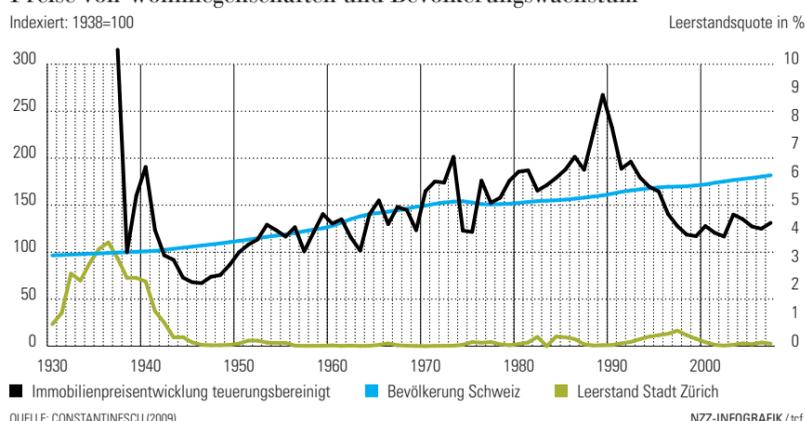
In der Schweiz hat das Bevölkerungswachstum sicher zum starken Preisanstieg in den 1950er und 1960er Jahren beigetragen, während in den 1980er Jahren andere Einflussfaktoren (Konjunktur, Kapitalmarkt) stärker wirkten. Wer 1946 eingestiegen ist und 1989 verkauft hat, durfte jährlich von 3,2% realer Wertsteigerung profitieren. Die Preiskorrektur in der Folge der Blase von 1989 und ein intensiver Mietwohnungsbau in den 1990er Jahren belegen

aber, dass die Preise letztlich von einem Zusammenspiel verschiedener Faktoren beeinflusst werden.

Wenn uns der Index etwas zeigt, dann die Langfristigkeit von Immobilienzyklen. Zwar lassen sich in der Abbildung auch Sieben-Jahres-Bauzyklen erkennen. Die Grosse Depression und die Blase Ende der 1980er Jahre sind aber die herausragenden Ereignisse. Diese lehren uns, was zu wenig und zu viel Liquidität auf den Immobilienmärkten auslösen kann. Zur Beantwortung derzeit drängender wirtschaftspolitischer Fragen bietet sich deshalb wohl weniger das tägliche Schielen auf die Finanzmärkte an als der langfristige Überblick über alle Anlagekategorien. Ein Blick auf die 1980er Jahre zeigt beispielsweise, dass die Zutaten für eine Blasenbildung heute vorhanden wären.

Mihnea Constantinescu ist Scientific Director Currem, Universität Zürich, Daniel Sager ist Mitarbeiter der Meta-Sys AG.

Preise von Wohnliegenschaften und Bevölkerungswachstum



Methodik und Datenquelle

M. C. / D. S. · Der Langfrist-Index für die Preise von Schweizer Rendite-Wohnliegenschaften basiert auf einer adaptierten «sales-price appraisal ratio»-Methode (SPAR). Bei dieser Methode werden heutige Transaktionen von Immobilien mit ihren historischen Bewertungen verglichen. Daraus lassen sich – auch für kleinere Stichproben – Preiswachstumsraten für verschiedene Zeitintervalle herleiten. Durch Verkettung dieser Intervalle erhält man einen Index. In unserem Fall verfügen wir über 995 Datenpunkte mit der derzeitigen Bewertung und dem historischen Transaktionspreis.

Somit kann unsere Methode als iSPAR (i = invers) bezeichnet werden. Die Konstruktion des Indexes wurde möglich, weil drei Versicherungsunternehmen bereit waren, ihre Archive zu öffnen. Die Datenerhebung zu diesem Forschungsprojekt konnte inzwischen in den Non-profit-Datenpool Reida überführt werden (www.reida.ch). Verbesserungen am Index liegen primär im Bereich der Messung wertvermehrender Investitionen, die hier nicht einberechnet sind, sowie in einer höheren Zahl von Beobachtungen. Im Kontext von Reida sollen die Arbeiten darum weitergeführt werden.

Wie der Immobilienmarkt auf demografische Veränderungen reagiert

Alterung, Migration und strukturelle Umbrüche fordern eine starke Anpassungsfähigkeit

Entscheidend für die Frage, ob es bei geänderten Bedürfnissen zu Preisbewegungen bei Immobilien kommt, ist vor allem die Fähigkeit des Marktes zur Anpassung an die Nachfrage.

Pascal Gantenbein, Valérie Herleth

Immobilienmärkte werden stark durch demografische Faktoren geprägt. So haben das Bevölkerungswachstum sowie die Altersstruktur der Bewohner einen direkten Einfluss auf die Nachfrage nach spezifischen Immobilien. Allerdings bedeuten demografische Veränderungen zunächst noch keineswegs, dass sich Preise und Renditen an den Immobilienmärkten automatisch ändern müssen. Nur wenn es zu Nachfrageänderungen kommt, die nicht genügend schnell durch ein entsprechendes Angebot absorbiert werden können, kommt es zu Auswirkungen auf Preise und Renditen.

Reaktionszeiten zählen

Der Anreiz der Akteure an den Immobilienmärkten, das Angebot an rentablen Nutzungsformen durch Neubauten und Umnutzungen auszuweiten, führt zu deren permanenter Anpassung an die Nachfrage und damit zu einer gewissen Stabilisierung im Preisgefüge. Entscheidend für die Frage, ob es zu Preiseffekten kommt, sind somit die Geschwindigkeit, die Prognostizierbarkeit und die Richtung der demografischen Veränderungen einerseits sowie die Anpassungsfähigkeit des Immobilienangebots andererseits. Je besser die demografischen Faktoren antizipierbar sind und je frühzeitiger sich der Immobilienbestand den neuen Bedürfnissen anpassen kann, desto geringer fallen die Preiseffekte aus.

Bei den demografischen Faktoren im Regelfall sehr gut prognostizierbar sind Veränderungen der Altersstruktur. Diese verlaufen langsam und ermöglichen so eine rechtzeitige Anpassung. Problematischer ist dagegen das Bevölkerungswachstum, da dieses oftmals stärker durch eine zuweilen stark schwankende Migration als durch Fertilität und Mortalität geprägt ist. Selbst wenn innerhalb des Immobilienbestands Umnutzungen schnell möglich sind, werden aus einer Kombination von unelastischem Angebot und gleichzeitig grossen Veränderungen der Bevölkerung entsprechende Preis Anpassungen nach oben oder nach unten resultieren. Bei negativen Nachfrageschocks kommt hinzu, dass das Angebot am Immobilienmarkt im Regelfall unelastischer ist als bei positiven Schocks. Schliesslich sind Anpassungen nicht in allen Segmenten gleich gut möglich, etwa bei Einfamilienhäusern, so dass hier durchaus Preiseffekte auch infolge demografischer Veränderungen möglich sind.

Zu diesem Thema und auch zur relativen Bewertung verschiedener Immobiliennutzungen gibt es mittlerweile eine Reihe von Forschungsbeiträgen. Bereits 1989 untersuchten Mankiw und Weil in ihrem Paper «The Baby Boom, the Baby Bust, and the Housing Market» die Auswirkungen des demografischen Wandels auf den Markt für Wohnimmobilien in den USA. Der von ihnen erwartete substanzielle Rückgang der Immobilienpreise zwischen 1990 und 2010 infolge abnehmender Geburtenraten erwies sich rückblickend zwar als Fehleinschätzung, doch zeigte sich darin gleichsam die Schwierigkeit demografischer Prognosen aufgrund einer isolierten Betrachtung einzelner Faktoren.

Die Frage nach den relevanten Zusammenhängen zwischen der demografischen Entwicklung und den Veränderungen an den Immobilienmärkten wurde seither für verschiedene Länder un-

tersucht. Generell lässt sich ein positiver und teilweise zeitlich verzögerter Einfluss des Bevölkerungswachstums auf die Immobilienpreise nachweisen. Darüber hinaus konnte auch gezeigt werden, dass Ausmass und Zeitpunkt des demografischen Einflusses je nach Immobilientyp unterschiedlich ausfallen. So weist der Markt für Büroimmobilien tendenziell eine grössere Abhängigkeit von demografischen Veränderungen auf als der Markt für Wohnimmobilien, dies sowohl in Bezug auf die Altersstruktur als auch hinsichtlich der Rate der Veränderung der Bevölkerung.

Heikle Vorhersagen

Welche Implikationen sind auf Basis dieser Zusammenhänge für den hiesigen Immobilienmarkt zu erwarten? In der Schweiz hat die Bevölkerung 2009 erneut zugenommen und erreichte Ende Jahr den Stand von 7 785 806 Personen. Seit 1978 ist die Wohnbevölkerung damit um knapp 24% angewachsen, parallel dazu hat sich auch die Altersstruktur verändert. Wichtigste Komponente des Bevölkerungswachstums war in diesem Zeitraum die Migration. In Anbetracht des anhaltenden Bevölkerungswachstums in der Schweiz stellt sich somit die Frage, welche Effekte die demografischen Veränderungen für die einzelnen Immobilientypen haben und welche Konsequenzen sich hieraus für Investoren, Anleger und Selbstnutzer ergeben.

Hinsichtlich der Komponente des Bevölkerungswachstums zeigt sich empirisch für die Schweiz eine signifikante Abhängigkeit der jährlichen Änderungen der Preise für Miet- und Eigentumswohnungen sowie für Einfamilienhäuser vom jährlichen Wachstum der Bevölkerung im Alter zwischen 20 und 64 Jahren. Zwischen dem Bevölkerungswachstum und der Wohnbautätigkeit besteht dagegen ein zeitlich um zwei bis

drei Jahre verzögerter Zusammenhang. Hierfür sind vor allem die Dauer der Produktion von Immobilien und das damit temporär unelastische Angebot verantwortlich. Für die Schweiz dürfte auch inskünftig mit einem Bevölkerungswachstum zu rechnen sein, doch wird dieses voraussichtlich aufgrund der tendenziell rückläufigen Zuwanderung moderater ausfallen. Die daraus insgesamt resultierenden Preiseffekte hängen somit in wesentlichem Masse von der Preiselastizität des Angebots ab. Diese dürfte inskünftig aus mehreren Gründen eher abnehmen, also auf die Preise stützend wirken.

In Bezug auf die zweite Komponente, die Altersstruktur, sind folgende Aspekte zentral: Zunächst wird sich infolge der niedrigen Geburtenraten und der steigenden Lebenserwartung die Veränderung der Altersstruktur mit einem weiter wachsenden Anteil älterer Menschen fortsetzen. Damit verbunden sein dürfte kurz- bis mittelfristig ein im Vergleich zum Bevölkerungswachstum deutlich stärkerer Anstieg der Anzahl Haushalte. Während deshalb vor allem die Ein- und Zwei-Personen-Haushalte zunehmen werden, ist bei den grösseren Haushalten mit einem Rückgang zu rechnen. Zweitens steigt auch die Zahl der hilfs- und pflegebedürftigen Personen. Daraus resultiert ein grösserer Bedarf an altersgerechten Wohnformen.

Drittens ist vor allem auf dem Markt für Einfamilienhäuser mit einem eher steigenden Angebot zu rechnen. Diese Entwicklung ist zum einen auf die Abnahme der für die Nachfrage nach Einfamilienhäusern besonders relevanten Gruppe der 30- bis 39-Jährigen sowie auf den gleichzeitig zunehmenden Anteil verkaufswilliger älterer Einfamilienhausbesitzer zurückzuführen. Schliesslich führt die Alterung zu Entsparvorgängen bei den Vorsorgewertern, wovon auch Immobilienpositionen betroffen sein werden.

Die meisten dieser Prozesse sind zwar von grosser Tragweite, sie wirken jedoch langsam. Daher darf von einer kontinuierlichen Anpassung des Angebots an die neuen Bedürfnisse und somit von einer eher geringen Wahrscheinlichkeit substanzieller Preisverwerfungen ausgegangen werden.

Auch auf dem Markt für Büroimmobilien beeinflussen Veränderungen demografischer Grössen wie der Erwerbsbevölkerung und der Bürobeschäftigung die Leerstände sowie die Preise und Mieten. Hier lässt sich ein direkter Zusammenhang zwischen den Angebotspreisen für Büroflächen und der Entwicklung der Zahl der Erwerbstätigen erkennen. Mittelfristig ist zwar auch in diesem Segment aufgrund der Altersstruktur und des erwarteten Rückgangs der Zuwanderung mit einer Abnahme der Nachfrage zu rechnen. Wichtiger sind hier jedoch in erster Linie die wirtschaftliche Entwicklung sowie strukturelle Anpassungen der Wirtschaft.

Flexibilität als Muss

Insgesamt lässt sich somit feststellen, dass sich die Immobilienwirtschaft diesen neuen Rahmenbedingungen anpassen muss und gerade auch die Implikationen einer veränderten Altersstruktur in die Investitionsentscheidungen einbeziehen muss. Solche Anpassungsprozesse wirken stabilisierend auf das Preisgefüge. Substanzielle Preisänderungen sind dann möglich, wenn es zu grossen Nachfrageschocks kommt, etwa infolge starker Veränderungen der Migration oder im Zusammenhang mit ökonomischen Schocks in einzelnen Wirtschaftsräumen.

Pascal Gantenbein ist ordentlicher Professor für Finanzmanagement an der Universität Basel. Valérie Herleth ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel.