

Schweizer Wohnungsmarkt in schwacher Verfassung

Immobilienpreise vor dem Sinkflug

Marie Seiler, Thomas Ankenbrand, Jörg Gerigk

15. Mai 2014

Wie geht es mit dem Schweizer Wohnimmobilienmarkt weiter? Ein agentenbasiertes Modell prognostiziert einen Preisrückgang von bis zu 15% in den nächsten drei Jahren.

Mehrfamilienhäuser sind derzeit die begehrteste Anlageklasse im Schweizer Immobilienmarkt, und Investoren sind in Einzelfällen bereit, auch an schlechteren Lagen Bruttorenditen von unter 4,5% in Kauf zu nehmen. Bei der Bewertung von Akquisitionen werden die zurzeit niedrigen Leerstände sehr lange fortgeschrieben und die Renditeanforderungen auf ein historisches Minimum gedrückt. Dabei können die Refinanzierungskosten mittelfristig durchaus wieder steigen, und die schwächere Einwanderung kann zu höheren Sockelleerständen führen. Wie sind diese Risiken einzuschätzen? Und wie wirken sie sich auf den Wohnimmobilienmarkt aus?

Enttäuschte Hoffnungen

In der Vergangenheit waren die Preise im Miet- und Eigentumssegment mit Ausnahme der frühen 1990er Jahre eng korreliert (vgl. linke Grafik). Damals überschritten die Preiserwartungen bei Mietwohnungen die Entwicklung der Mieten, so dass die Bruttoanfangsrendite auf beinahe 3,5% fiel. Welche Gründe trieben die Bewertung auf ein Niveau, das sonst nur Aktien mit Aussicht auf hohes Gewinnwachstum zugestanden wird? Offensichtlich war es die Erwartung weiter steigender Preise. Als sich 1992 abzeichnete, dass diese Erwartung enttäuscht werden würde, folgte der Absturz der Preise bis auf eine deutlich höhere Bruttorenditeanforderung von 5,2%. Die Preise bewegten sich zurück zum langjährigen Trend. Das Eigentumssegment reagierte aufgrund des höheren Zinsniveaus nicht so dynamisch, so dass eine Entkoppelung der Angebotspreise der beiden Segmente entstand. Dass dies möglich war, hing nicht zuletzt mit der schlechten Markttransparenz zusammen.

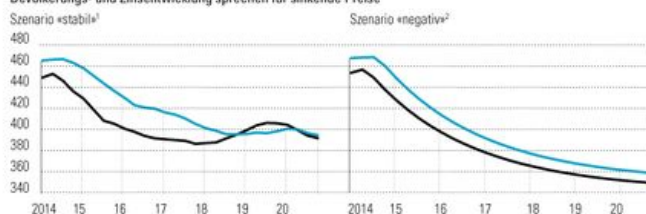
Der Schweizer Wohnimmobilienmarkt steht vor einer Korrektur

Preisrückgang nach EWR-Nein von 1992



■ Mietwohnungen
■ Eigentumswohnungen
QUELLE: WÜST & PARTNER, AWACD

Bevölkerungs- und Zinsentwicklung sprechen für sinkende Preise



¹ Stabile Zinsen, stabiles Bevölkerungswachstum.

² Steigende Zinsen, sinkendes Bevölkerungswachstum.

NZZ-INFOGRAFIK/lea

Warum platzten die Hoffnungen der Anleger auf steigende Preise im Jahr 1992? Neben der Zinsentwicklung dürfte auch das erwartete abgeschwächte Bevölkerungswachstum nach der EWR-Abstimmung 1992 ein Grund gewesen sein. Die Wachstumsrate bildete sich tatsächlich

in den Folgejahren kontinuierlich zurück, bis 1997 das historische Tief von 0,21% erreicht wurde.

Könnte eine ähnliche Verunsicherung nach der Abstimmung über die Einwanderungsinitiative zum Trendwechsel im Wohnimmobilienmarkt führen? Wir haben mit einem volkswirtschaftlich fundierten, agentenbasierten Modell des Schweizer Wohnimmobilienmarktes zwei mögliche Szenarien als Thesen getestet. Agentenbasierte Modelle bilden das Verhalten der Marktteilnehmer vereinfacht ab (vgl. Kasten). Das Modell umfasst drei Gruppen von Marktteilnehmern (Agenten): Privatinvestoren als Eigennutzer, institutionelle Anleger als Renditeinvestoren und Spekulanten.

Jede der Gruppen trifft allfällige Kauf- und Verkaufsentscheide anhand unterschiedlicher Kriterien. Die Entscheidungen der Agenten basieren auf der Entwicklung von Immobilienpreisen, Zinsen und dem Bevölkerungswachstum. Dieses volkswirtschaftliche Erklärungsmodell wurde anhand der Angebotspreise der letzten 32 Jahre kalibriert und prognostiziert mit einer Trefferquote von 70% im Mietwohnungsmarkt und 73% im Wohneigentumsmarkt die Marktentwicklung.

In den folgenden Szenarien werden die beiden exogenen Grössen Zinsen und Bevölkerungswachstum verändert und die Preise durch das Verhalten der Agenten bestimmt. Untersucht wurden ein stabiles Szenario mit gleichbleibenden Zinsen und stabiler Bevölkerungsentwicklung und ein pessimistisches Szenario mit steigenden Zinsen und sinkendem Bevölkerungswachstum. Aufgrund der jetzigen volkswirtschaftlichen Lage haben wir ein positives Szenario nicht betrachtet, da sinkende Zinsen und zunehmendes Bevölkerungswachstum nicht wahrscheinlich sind.

Beide Szenarien resultieren in einem Rückgang der Immobilienpreise in beiden Marktsegmenten. Es kommt jedoch nicht zu einer abrupten Korrektur auf dem Markt oder zu einem Platzen einer vermeintlichen Blase, sondern zu einem kontinuierlichen Rückgang der Preise über die nächsten Jahre (vgl. Grafiken).

In einem stabilen Szenario resultiert in den nächsten drei Jahren ein kumulierter Rückgang der Preise von rund 10%. Im negativen Szenario mit steigenden Zinsen und sinkendem Bevölkerungswachstum kommen die Modellrechnungen innerhalb der nächsten drei Jahre auf einen Preisrückgang von 15% in beiden Marktsegmenten. Sollte der Abwärtstrend im Markt über mehrere Jahre anhalten, könnte die Korrektur noch stärker sein. Dies entspräche einer Preisreduktion von 25%.

Fehlende positive Impulse

Die Modelle zeigen, dass der Immobilienmarkt sich in einer schwachen Verfassung befindet. Schon beim Ausbleiben von positiven Impulsen neigt er zu einer langfristigen Korrektur. Negative Einflüsse wie steigende Zinsen oder ein abnehmendes Bevölkerungswachstum führen zu einer Verstärkung der Korrektur. Eine Entkopplung der Preise für Miet- und Eigentumswohnungen erwarten wir dabei aufgrund der höheren Transparenz auf dem Schweizer Immobilienmarkt und des tieferen Zinsniveaus nicht. Der unterschiedliche Preisverlauf Anfang der 1990er Jahre lag aus heutiger Sicht daran, dass die Marktteilnehmer schlecht informiert waren.

Die Kombination von hohen Bewertungen und Verunsicherung über die zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklungen durch fundamentale Abstimmungen erinnert an die Situation

der 1990er Jahre. Steigende Immobilienpreise benötigen dagegen ein stabiles positives Umfeld in Form von sinkenden Zinsen und einem Wachstum der Bevölkerung.

Marie Seiler leitet den Bereich Immobilienbewertung bei PwC im Real Estate Advisory, Jörg Gerigk leitet Predictive Analytics bei PwC Advisory. Thomas Ankenbrand ist CEO der Beratungsfirma Avaco.

Agentenbasierte Modelle

Agentenbasierte Modelle (ABM) bilden komplexes Verhalten von Gruppen durch die Kombination von einfachen Verhaltensstrukturen einzelner Agenten ab. Dies ermöglicht, dynamische, nichtlineare, multivariate Modelle zu entwickeln, die z. B. Herdenverhalten oder Crash-Situationen simulieren. Dabei werden explizites Wissen und implizites Wissen über Zeitreihenanalysen in den Verhaltensstrukturen der Agenten kombiniert. Es gibt keine Modelle, welche die Zukunft mit Sicherheit voraussagen können – auch agentenbasierte Modelle können das nicht. Was die ABM bieten, ist ein virtuelles Labor, in dem Experimente als Wenn-dann-Analysen durchgeführt werden können.