

# IMMOPROG 2009

Prognosen der regionalen Immobilienmärkte  
für Geschäfts- und Wohnflächen

November 2009



**FP  
RE** Fahrländer Partner  
Raumentwicklung

**BAKBASEL**  
economic research & consultancy

**Herausgeber**

Fahrländer Partner AG / BAK Basel Economics AG

**Redaktion**

Dominik Matter, Fahrländer Partner

Stefan Fahrländer, Fahrländer Partner

Sarah Fuchs, Fahrländer Partner

**Information & Verkauf**

Marc Bros de Puechredon, BAKBASEL

marc.puechredon@bakbasel.com

T +41 61 279 97 25

**Bezugsbedingungen**

Alle Preise zuzüglich 2.4% MwSt.

Einzelexemplar

CHF 700.-

Zusatzexemplar (max. 2 Zusatzexemplare pro Bestellung)

CHF 150.-

**Adressen**

BAKBASEL

Güterstrasse 82

CH-4053 Basel

T +41 61 279 97 00

F +41 61 279 97 28

info@bakbasel.com

<http://www.bakbasel.com>

Fahrländer Partner AG

Uetlibergstrasse 20

CH-8045 Zürich

T +41 43 333 05 55

F +41 43 333 05 56

info@fpre.ch

<http://www.fpre.ch>

© 2009 by Fahrländer Partner AG / BAK Basel Economics AG

Das Copyright liegt bei Fahrländer Partner AG / BAK Basel Economics AG. Der Abonnent, die Abonnentin verpflichtet sich, dieses Produkt weder teilweise noch vollständig zu kopieren oder in anderer Form zu reproduzieren, um es so Dritten kostenlos oder gegen Vergütung weiterzugeben.

**Die Verwendung und Wiedergabe von Informationen aus diesem Produkt ist unter folgender Quellenangabe gestattet: "Quelle: Fahrländer Partner/BAKBASEL".**

**ISSN 1662-4904**

## 4 Sonderkapitel Real Estate Scenario Cockpit

### 4.1 Ausgangslage, Zielsetzung und Konzept

Etwa im Herbst 2007 begann sich die Finanzkrise in den Fokus der Marktakteure zu drängen. Spätestens im Sommer 2008 war dann wohl allen klar, dass etwas Gravierendes passiert und dass die Hochkonjunktur und die Zeit der chronisch nur steigenden Immobilienmarktwerte in der Schweiz zu Ende gingen.

Bereits seit Herbst 2007 fanden intensive Gespräche zwischen einem grossen Schweizer Finanzdienstleister und Fahrländer Partner statt und im Frühling 2008 wurde das Projekt Real Estate Scenario Cockpit lanciert.

Das Ziel des Real Estate Scenario Cockpits (RESC) ist es, die Entwicklung von Immobilienmarktwerten in der Schweiz regional, nach Nutzungen und nach Objekttypen differenziert auf der Basis unterschiedlicher Szenarien zu prognostizieren.

In der Schweiz drehte sich die Diskussion betreffend die Immobilienmärkte lange um die Frage, ob denn nun eine Preisblase bestehe oder nicht:

*«If the reason the price is high today is **only** because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when „fundamental“ factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists» (Stiglitz 1990).*

*«We recognized that, despite our suspicions, it was very difficult to definitively identify a bubble until after the fact.» (Greenspan 2003).*

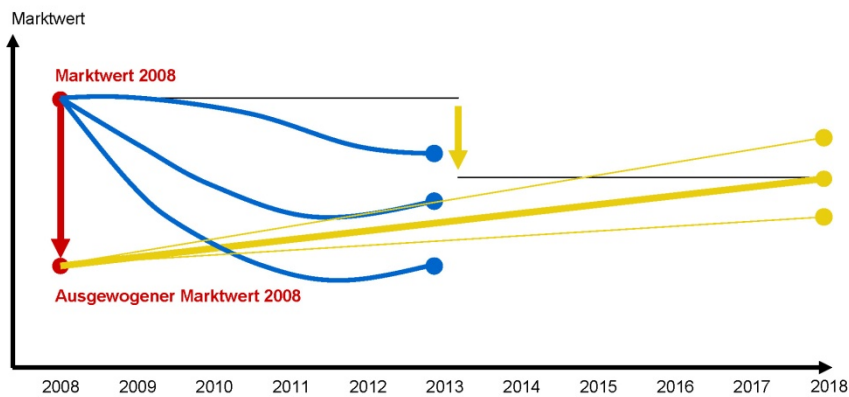
Vor dem Hintergrund oft gehörter Aussagen wie «mit Immobilien kann man kein Geld verlieren» oder «billiger wird es nie mehr» stellt sich die Frage, ob es denn nicht auch bei uns in der Schweiz Übertreibungen gegeben hat. Aber auch ungeachtet davon, ob in der Schweiz eine Preisblase bei Immobilien besteht bzw. bestand oder nicht, stellt sich die Frage, wie sich die Märkte unter alternativen Annahmen in Zukunft entwickeln, denn Preise können auch dann sinken, wenn keine Preisblase besteht.

Aus theoretischen Überlegungen und empirischen Erkenntnissen ist davon auszugehen, dass der Preispfad in einen Trend und in einen zyklischen Teil zerfällt. Im Rahmen des Projekts RESC wurde das Ziel gesetzt, genau diese Trennung vorzunehmen, aufzubereiten und in ein «Tool» zu integrieren, damit entsprechende Modellierungen vorgenommen werden können.

Drei Fragen werden – nach Nutzungen, Objekttypen sowie regional differenziert – beantwortet:

- Wie ist die heutige «Markttemperatur» (rot dargestellt in Abbildung 4-1-1);
- Welches sind die Erwartungen bezüglich der Trendentwicklung? (gelb);
- Welches sind die zyklischen Entwicklungen unter bestimmten Szenarioannahmen? (blau).

Abb. 4-1-1 Gesamtkonzept des RESC



Quelle: Fahrländer Partner.

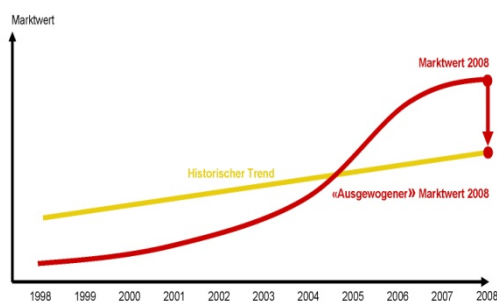
## 4.2 Vorgehen

Neben einer umfangreichen Literaturanalyse wurden zunächst die historischen und aktuellen Entwicklungen folgender Immobilienmärkte analysiert: Australien, Frankreich, Grossbritannien, Irland, Japan, Norwegen, Schweiz, Spanien, USA.

Parallel dazu wurden nach MS-Regionen differenzierte lange Preisindizes für unterschiedliche Typen von Eigentumswohnungen, Einfamilienhäuser, Mehrfamilienhäuser, Büro- und Verkaufsimmobilen konstruiert sowie ein umfangreiches Set von regional differenzierten Zeitreihen der preisbestimmenden Variablen aufbereitet. Diese Datenreihen dienen als Grundlage für die Analyse der aktuellen Markttemperatur, der Trendbestimmung sowie der zyklischen Modellierungen.

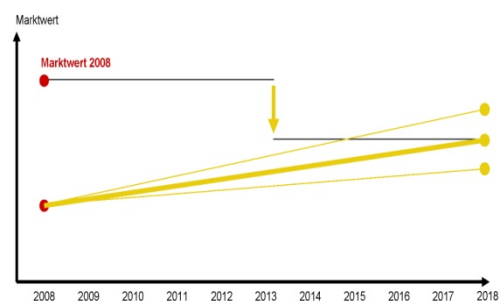
Zur Trendmessung bzw. -fortschreibung und damit zur Beurteilung der heutigen «Markttemperatur» wurden acht unterschiedliche Ansätze verfolgt und diskutiert, wobei letztlich neben Lageklassenmodellen so genannte Hodrick-Prescott-Filter verwendet werden.

Abb. 4-2-1 Historischer Trend und Markttemperatur



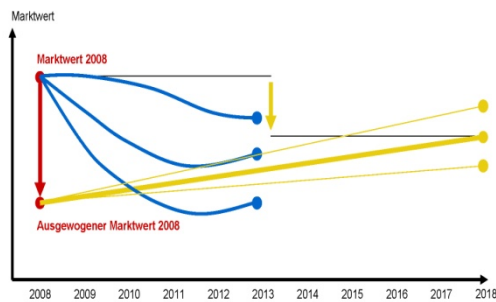
Quelle: Fahrländer Partner.

Abb. 4-2-2 Szenariobasierte Trendfortschreibung



Quelle: Fahrländer Partner.

Abb. 4-2-3 Zyklische Modellierung



Quelle: Fahrländer Partner.

Ein zweiter Schwerpunkt des RESC ist die Modellierung von Anpassungsprozessen, sowohl der Marktwerte von Objekten im Wohneigentum als auch von Renditeliegenschaften. Dazu wurden umfangreiche regional differenzierte Modellierungen durchgeführt, wobei insbesondere den zeitlichen Verschiebungen zwischen Reihen sowie den verschiedensten Konstellationen der Fundamentaldaten Rechnung zu tragen ist. Im Gegensatz zu Trendbetrachtungen, die auf wenigen Zukunftsszenarien basieren, ist die Vielfalt der Konstellationen der Rahmenbedingungen für die zyklischen Modellierungen riesig. Entsprechend ist das RESC flexibel programmiert, so dass der Anwender die zyklischen Szenarien selbst erfassen und modifizieren kann.

### 4.3 Resultate im Überblick

Falls es effektiv einen Trend gibt, ist es offensichtlich, dass die Marktwerte von Immobilien aus zyklischen Gründen in gewissen Phasen über, auf bzw. unter dem Trend liegen. Ansonsten ist der Trend falsch. Zwar gab es neben Fahrländer Partner bereits seit einiger Zeit andere Warner, doch «beschworen» sowohl öffentliche Stimmen als auch wichtige Marktbeobachter die Märkte lange mit dem Hinweis, dass es in der Schweiz keine Preisblase bei den Immobilien gäbe. Argumentiert wurde oftmals mit Strukturbrüchen, die in der Realität aber extrem selten sind. Gibt es einen Trend und kann gezeigt werden, dass die Marktwerte deutlich über dem Trend liegen, ist eine Korrektur zu erwarten, wobei diese in der nominalen Betrachtung auch durch Inflation herbeigeführt werden kann. Aus den durchgeführten Trendmessungen geht hervor, dass im Sommer 2008 in vielen Regionen der Schweiz ein Abwärtspotenzial bei den Marktwerten von Wohneigentum bestand, wobei dieses in sehr hoch bewerteten Regionen 25 Prozent betrug. Dasselbe gilt – wie in IMMOPROG gezeigt wird – auch heute, denn die Preiskorrekturen waren bisher gering. Da damit «erst» das Trendniveau erreicht wird, können die Korrekturen je nach weiterem Verlauf der relevanten Rahmenbedingungen durchaus auch stärker ausfallen («überschiessen»; vgl. unterste blaue Linie in Abbildung 4-2-3).

Während beim Wohneigentum direkt die Marktwerte modelliert werden, werden bei den Renditeliegenschaften zunächst die Erträge betrachtet, die ebenfalls in einen Trend und eine zyklische Komponente zerlegt werden. Die resultierenden Erträge werden schliesslich diskontiert, wobei anlegerseitige Opportunitätskosten zu berücksichtigen sind. Dabei zeigt sich, dass die Ertragsseite sowohl bei den MWG als auch bei den Geschäftsflächen in den vergangenen Jahren moderate Anstiege aufweist und dass die gestiegenen Marktwerte zu einem grossen Teil mit sinkenden Diskontierungen begründet werden müssen. In der zyklischen Prognose ist bei den Mehrfamilienhäusern in vielen Regionen die Erwartung steigender Diskontierungen für sinkende Marktwerte verantwortlich, während sich bei Büro- und Verkaufsliegenschaften die ertrags- und diskontierungsseitigen negativen Effekte gegenseitig verstärken. Entsprechend dürften die Korrekturen der Mehrfamilienhausmarktwerte geringer ausfallen, während bei Büro- und Verkaufsliegenschaften stärkere Korrekturen zu erwarten sind. Generell stellt sich bei den Renditeliegenschaften aber die

Frage, ob denn regionale und nutzungsbezogene Diversifizierungen in der zyklischen Betrachtung von grosser Relevanz sind, denn negative Korrelationen – also steigende Werte in einer Region bei sinkenden Werten in anderen Regionen – sind in der Schweiz eher fraglich. Von Relevanz sind die angesprochenen Unterscheidungen aber sicherlich im langfristigen Kontext.

Die regional differenzierten Prognosen sind in den jeweiligen Regionenkapiteln von IMMOPROG 2009 zu finden.