



**Universität  
Zürich** UZH

Masterthese  
zur Erlangung des  
Master of Advanced Studies in Real Estate

## **Immobilienblasen und Transparenz**

Verfasser: Schwyter Bernhard  
Seestrasse 819, CH-8706 Meilen  
beni@schwyter.ch, +41 79 322 87 76

Eingereicht bei: Prof. Dr. Pascal Gantenbein

Abgabedatum: 12. August 2013

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	IV
Abbildungsverzeichnis .....	V
Tabellenverzeichnis .....	VI
Executive Summary .....	VII
1. Einleitung .....	1
1.1. Problemstellung / Ausgangslage .....	1
1.2. Zielsetzung .....	1
1.3. Abgrenzung des Themas .....	1
1.4. Vorgehen .....	2
2. Grundlagen .....	4
2.1. Preisblase – allgemeine Definition .....	4
2.2. Ansätze zur Erklärung von Preisblasen .....	6
2.2.1. Rationaler Ansatz .....	6
2.2.2. Ansätze der Behavioural Finance .....	7
2.3. Beispiele von historischen Immobilienpreisblasen .....	11
2.4. Isolierte Immobilienpreisblasen in einzelnen Ländern .....	11
2.4.1. Bubble Economy in Japan (1980-1990) .....	12
2.4.2. Immobiliencrash in der Schweiz in den 90er Jahren (1987-1996) .....	12
2.4.3. Immobilienkrise in Irland (1993-2006) .....	13
2.4.4. Immobilienblase in Spanien (1985-2008) .....	13
2.4.5. Immobilienblase in Shanghai / China (2004-2011) .....	14
2.4.6. Immobilienkrise in Holland (2000-2013) .....	14
2.5. Global registrierte Immobilienpreisblasen .....	15
2.5.1. Die Dot-Com Bubble (1997-2001) .....	15
2.5.2. Die Subprime-Krise (1992-2011) .....	15
2.6. Vermutete Immobilienblasen der Gegenwart .....	17
2.6.1. Immobilienblase in Norwegen? (1992-2013) .....	17
2.6.2. Besteht gegenwärtig eine Immobilienblase in Deutschland? (2013) ....	19
2.6.3. Besteht gegenwärtig eine Immobilienblase in der Schweiz? (2013) .....	20
2.6.4. Weitere aktuelle mögliche Immobilienblasen (2013, weltweit) .....	23

2.7.	Charakteristika und Indikatoren .....	23
2.7.1.	Charakteristika.....	23
2.7.2.	Indikatoren für Blasen .....	24
2.8.	Preisblasenzyklen nach Minsky .....	25
2.8.1.	Exogener Schock .....	25
2.8.2	Kreditexpansion.....	25
2.8.3	Euphorie und spekulative Manie .....	26
2.8.4	Liquiditätsengpass und Schieflagen .....	26
2.8.5	Ende der Panik.....	27
2.9	Definition von Immobilienblasen für die nachfolgenden Untersuchungen .....	28
2.10	Bedeutung der Transparenz bei Immobilienblasen .....	30
3.	Methodik .....	32
3.1	Begriffsdefinitionen - Immobilienmarkt und Transparenz .....	32
3.1.1	Definition des Immobilienbegriffs .....	32
3.1.2	Der Immobilienmarkt .....	32
3.1.3	Transparenz und Markttransparenz .....	33
3.2	Teilelemente von Transparenz .....	37
3.2.1	Performance- / Preis-Indices .....	37
3.2.2	Fundamentale Marktdaten .....	37
3.2.3	Professionelle Standards / Governance von Anlagegefäßen .....	38
3.2.4	Rechtliche und regulatorische Fundamente.....	38
3.2.5	Transaktionsprozesse.....	38
3.2.6	Nachhaltigkeits-Kriterien .....	39
3.3	Transparenz-Indices .....	39
3.4	Markttransparenz in verschiedenen Ländern .....	40
4.	Empirischer Teil .....	42
4.1	Vorgehensweise.....	42
4.2	Zusammenhang zwischen Immobilienmarktblasen und Markttransparenz .....	42
4.2.1	Transparenz-Entwicklung in 97 Ländern von 2006-2012.....	42
4.2.2	Blasen in Ländern verschiedener Transparenzausprägungen.....	43
4.2.3	Zusammenfassung und Interpretation der Erkenntnisse.....	45
4.3	Zusammenhang zwischen Transparenz-Mass und Preiseinbrüchen .....	46
4.3.1	Statistische Betrachtung von Transparenz-Mass und Preiszerfall.....	46

4.3.2	Interpretation der statistischen Berechnungen.....	47
4.4	Expertenbefragungen.....	48
4.4.1	Expertenbefragungen mittels standardisiertem Gesprächsleitfaden.....	48
4.4.2	Hauptkenntnisse aus den Expertengesprächen.....	48
4.4.3	Abgleich der Expertengespräche mit den empirischen Resultaten .....	54
5.	Schlussbetrachtung.....	57
5.1	Fazit.....	57
5.2	Diskussion .....	58
5.3	Ausblick.....	58
	Anhang 1 – Transparency Index, Classic Score (modifiziert durch den Autor) .....	60
	Anhang 2 – Gesprächsleitfaden und Zusammenfassungen der Expertengespräche.....	63
	Anhang 3 – Transparenz-Mass und Preiszerfall.....	84
	Literaturverzeichnis.....	87

**Abkürzungsverzeichnis**

BF	Behavioural Finance
Bill.	Billionen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BoJ	Bank of Japan
BSP	Bruttosozialprodukt (engl.: GDP)
CHF	Schweizer Franken
CUREM	Center for Urban & Real Estate Management – Zürich
DCF	Discounted Cash-Flow
Diss.	Dissertation
€	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
FED	Nationalbank der Vereinigten Staaten von Amerika
FER	Fachempfehlungen der Rechnungslegung (auch Swiss FER)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
IFRS	International Financial Reporting Standards
JLL	Jones Lang LaSalle
Mia.	Milliarden
Mio.	Millionen
REIT	Real Estate Investment Trust
SIA	Schweizer Ingenieur- und Architektenverein
SNB	Schweizerische Nationalbank
STWEG	Stockwerkeigentum
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
ZKB	Zürcher Kantonalbank

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 - Indexentwicklung Preise Wohneigentum USA 1990-2012 .....	16
Abbildung 2 - Indexanstieg der Preise aller Wohnformen in Norwegen .....	18
Abbildung 3 - Preisentwicklung des Schweizerischen Immobilienmarktes .....	20
Abbildung 4 - Idealtypischer Verlauf einer Blase nach Minsky .....	27
Abbildung 5 - Immobilien-Blasentypen bei verschiedenen Transparenzausprägungen	45
Abbildung 6 - Streudiagramm: Transparenz-Mass und Preiszerfall.....	47

**Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1 - Vergleich von Immobilien-Preisblasen in der Vergangenheit .....	11
Tabelle 2 - Registrierte Rezessionen aufgrund von Immobilienblasen nach Putland ....	30
Tabelle 3 - Highly transparente Länder und deren Entwicklung von 2006-2012 .....	43

## **Executive Summary**

Im vergangenen Jahrzehnt kann in 95 von 97 betrachteten Ländern eine markante Verbesserung der Transparenz des Immobilienmarktes beobachtet werden. Die vorliegende Masterthese setzt sich deshalb mit den Kernfragen auseinander, ob in einem von Transparenz geprägten Immobilienmarkt Preisblasen besser erkannt und abgewendet werden können als in einem wenig transparenten Immobilienmarkt und überprüft die Hypothese, dass eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen vermindern kann. Nach Erarbeitung eines einleitenden theoretischen Grundlagentails mit Begriffsdefinitionen, einer Übersicht der marktwirtschaftlichen und psychologischen Treiber der Blasenbildung sowie der Darstellung zahlreicher historischer und aktuell vermuteter Immobilienblasen, wurde zunächst versucht, einen Zusammenhang zwischen dem Transparenz-Grad eines Landes und den spekulationsgetriebenen Immobilienblasen herzuleiten. Anhand der empirischen Untersuchung von Immobilienblasen in verschiedenen Ländern konnte ein positiver Kausalzusammenhang nachgewiesen werden: Immobilienblasen entstehen nur in transparenten Ländern. Neun von 12 dazu befragte Experten bestätigen dieses Ergebnis unabhängig voneinander und vertreten die Auffassung, dass eine Blasenbildung nicht verhindert werden kann, ohne dass der Immobilienmarkt durch Marktverzerrungen beeinträchtigt wird. Da das Wirtschaftswachstum nicht unnötig abgebremst werden soll, dürfen Banken und Aufsichtsbehörden Gegenmassnahmen nur mit grösster Zurückhaltung einleiten. Anhand einer weiteren Analyse konnte aufgezeigt werden, dass zwischen dem Transparenz-Grad eines Landes und der Heftigkeit eines Crashes ein Zusammenhang besteht: Je transparenter ein Land, desto geringer ist der beim Crash registrierte Preiszerfall. Dies lässt den Schluss zu, dass in den transparentesten aller Volkswirtschaften Immobilienblasen mit gezielten Markteingriffen eher durch ein „Soft-Landing“ abgelöst werden können, sodass die negativen Rezessionsfolgen tendenziell abgeschwächt werden. Die zentrale Hypothese der vorliegenden Thesis, dass höhere Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen vermindern könne, kann mit den obigen Ausführungen widerlegt werden. Hingegen erlaubt eine relativ hohe Markttransparenz, entstehende Immobilienblasen eher zu erkennen und abzuwenden. Eine weitere weltweite Verbesserung der Transparenz bringt allen Vorteile: Die intransparenten Länder profitieren vom Zugang zum Kapitalmarkt und die transparentesten Nationen gewinnen mehr Kontrolle über ihre volatilen Märkte.

## 1. Einleitung

### 1.1. Problemstellung / Ausgangslage

Immobilienblasen haben seit ihrer geschichtlichen Existenz immer wieder zu beachtlichen Zusammenbrüchen der Volkswirtschaftssysteme geführt und geben seither Anlass zu besonderer Beobachtung. Deshalb wird erwartet, dass mit einem verbesserten Wissensstand künftige potenzielle Immobilienpreisblasen besser erkennbar oder gar vermeidbar werden und die nach dem Crash gefürchteten Rezessionen vermieden oder mindestens in ihrem Ausmass reduziert werden können.

Das Erkennen und Verhindern solcher Preisblasen ist, so die zu überprüfende These, inhärent mit dem Grad an Informationen – bzw. an Markttransparenz – über den Immobilienmarkt verbunden.

Die vorliegende Arbeit versucht aufzuzeigen, in welchen Ländern sich die Transparenz in den letzten Jahren verändert hat und welche Vor- und Nachteile sich daraus ergeben haben. Auf dieser Grundlage kann untersucht werden, welche kausalen Zusammenhänge zwischen der Entstehung von Immobilienblasen und Transparenz bestehen und ob sich daraus besondere Handlungsempfehlungen für Wirtschaft, Politik und Behörden ergeben.

### 1.2. Zielsetzung

Vornehmliches Forschungsziel der vorliegenden Arbeit ist die Klärung der beiden Fragen: a) ob in einem von Transparenz geprägten Immobilienmarkt Preisblasen besser erkannt und abgewendet werden können als in einem wenig transparenten Immobilienmarkt und b) die Überprüfung der Hypothese, dass eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen vermindern kann.

### 1.3. Abgrenzung des Themas

Es sind vier grundsätzliche Abgrenzungen vorzunehmen:

(1) Der Immobilienmarkt kann sowohl regional als auch sachlich in verschiedene Teilmärkte unterteilt werden. Häufig lässt sich eine Preisblase in einem einzelnen Marktsegment feststellen, während die übrigen Segmente davon vollkommen unberührt

bleiben. In der Terminologie der vorliegenden Arbeit werden Preisblasen jedoch unabhängig von jeglicher Segmentierung ihren jeweiligen Ursprungsländern zugeordnet.

(2) Auf die Transparenz des eng mit dem Immobilienmarkt verbundenen Finanzsektors (z.B. Interbankensystem) wird nur kurz eingegangen und ist nicht Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit.

(3) Weil Transparenz-Daten erst seit gut 10 Jahren statistisch erfasst werden und seither in keinem Land zwei (oder mehr) bedeutende Immobilienblasen registriert wurden, konnte kein Vergleich verschiedener Blasen bei unterschiedlichen Transparenz-Niveaus vorgenommen werden.

(4) Eine Untersuchung über die Wirksamkeit und Vorteilhaftigkeit verschiedener Massnahmen, welche die Transparenz eines bestimmten Immobilienmarktes beeinflussen, war nicht Gegenstand dieser Arbeit, da diese Fragen bereits andernorts ausführlich bearbeitet wurden.<sup>1</sup> Folgerichtig werden nur am Rande Empfehlungen abgegeben, was Wirtschaft, Politik und Behörden zur Verbesserung des Transparenz-Niveaus eines Landes unternehmen können.

#### 1.4. Vorgehen

Im Grundlagenkapitel 2 wird der Begriff der Immobilienblase für diese Arbeit definiert, der beobachtbare zeitliche Ablauf, zugrunde liegende psychologische Phänomene und verschiedene Ausprägungen dargestellt. Exemplarisch werden bedeutende Beispiele von historischen und aktuell vermuteten Immobilienblasen in ihrer Abfolge und Wirkungsweise zusammenfassend erläutert und ihre Entstehungsweise und wirtschaftlichen Folgen aufgezeigt.

Im methodischen Kapitel 3 werden zunächst die Begriffe Immobilie und Immobilienmarkt definiert sowie der für den weiteren Fortgang der Arbeit geltende abstrakte Begriff der Transparenz mit seinen verschiedenen Teilaspekten eingeführt.

---

<sup>1</sup> Anstelle vieler: Boschetti 2007, Immobilientransaktionen, Mögliche Wege zur Erhöhung der Transparenz im schweizerischen Transaktionsmarkt, CUREM Master-Thesis

Darauf aufbauend wird im empirischen Kapitel 4 ein global erhobener Transparenz-Index zu Daten von weltweit registrierten Immobilienblasen in Beziehung gesetzt, um feststellen zu können, welcher Art und welchen Umfangs mögliche Kausalitäten bestehen. Zudem wird versucht statistisch zu ergründen, welcher Zusammenhang zwischen dem Transparenz-Grad eines Landes und der Vehemenz eines Immobiliencrashes besteht.

In der Folge werden die aus den Analysen gewonnenen Erkenntnisse mittels Expertengesprächen kritisch hinterfragt und in einer Schlussbetrachtung (Kapitel 5) die Ergebnisse der Arbeit zusammenfassend gewürdigt sowie weiterer Forschungsbedarf aufgezeigt.

## 2. Grundlagen

### 2.1. Preisblase – allgemeine Definition

Es bestehen verschiedene Ansätze, Preisblasen zu definieren – eine eindeutig anerkannte Begriffsdefinition fehlt jedoch im Schrifttum bis heute. Synonym werden unter anderem die Begriffe Boom, Hausse, Spekulationsblase, Euphorie oder spekulative Manie verwendet. Eine der bekanntesten Definitionen einer Preisblase nach Stiglitz hebt die (positive)<sup>2</sup> Abweichung des Marktpreises vom Fundamentalwert hervor, wobei sich letzterer aus zukünftig erwarteten Zahlungsströmen, wie etwa der Miete oder dem Ausstiegswert zusammensetzt.<sup>3</sup>

Charles Kindleberger definiert eine Immobilienblase wie folgt: „A sharp rise in price of an asset or a range of assets in a continuous process, with the initial rise generating expectations of further rises and attracting new buyers – generally speculators interested in profits from trading in the asset rather than in its use or earning capacity. The rise is usually followed by a reversal of expectations and a sharp decline in price often resulting in financial crisis.”<sup>4</sup>

Eine Preisblase existiert demnach, wenn Investoren glauben, dass der Kaufpreis heute deshalb hoch liege, weil der Verkaufspreis morgen voraussichtlich noch höher liegen werde und gleichzeitig aber keine fundamentalen Faktoren die Preissteigerung rechtfertigen.<sup>5</sup> Diese Investorensicht setzt nach Shiller voraus, dass eine Mehrheit der Marktteilnehmer denkt, dass:<sup>6</sup>

- die Preise generell weiter ansteigen werden, was kurzfristig tatsächlich zu einem temporären Preisanstieg führt (sich selbst erfüllende Prophezeiung).
- Immobilien, die eigentlich als zu teuer erachtet werden, trotzdem als akzeptabel erscheinen, weil mit einer Entschädigung durch einen späteren Preisanstieg gerechnet wird.

---

<sup>2</sup> Es gibt auch negative Preisblasen (vgl. Rombach 2011, S. 60-62), diese sind jedoch nicht Gegenstand dieser Arbeit.

<sup>3</sup> Vgl. Stiglitz 1990, S. 13, zit. in Irle 2010, S. 12

<sup>4</sup> Kindleberger (1987), S. 281, zit. in Hwang Smith/Smith 2006, S. 2

<sup>5</sup> Rombach 2011, S. 46

<sup>6</sup> Shiller 2003, S. 20 zit. in Hatt 2011, S. 16

- Wohneigentum von Erstkäufern jetzt erworben wird, weil es später als nicht mehr erschwänglich gilt (Paniktendenz).
- keine Risiken im Markt gesehen werden und ein Rückgang der Preise als sehr unwahrscheinlich angenommen wird (Selbstüberschätzung).
- sie sich selbst auf dem Höhepunkt einer Blase nicht in einer solchen zu befinden glauben.

Diese Sichtweise berücksichtigt die Marktstimmung, das Verhalten der Marktteilnehmer und deren Erwartungen auf die zukünftige Entwicklung und wird den so genannten verhaltensbasierten Definitionen zugeschrieben. Themen wie Spekulation, Überschwang und übertriebene Erwartungen der Marktakteure spielen eine zentrale Rolle.<sup>7</sup>

Investoren verhalten sich irrational und sind nur an kurzfristigen Gewinnen interessiert; weitere Merkmale einer bestehenden Preisblase wären demnach kurze Haltedauern und hohe Transaktionsvolumen sowie eine markante wirtschaftliche Abschwächung nach dem Platzen der Preisblase. Immobilienblasen sind folglich ständig verbunden mit und begleitet von wirtschaftlichen Aufschwüngen und nachfolgenden Korrekturen (Rezession).

Dauer und Ausmass von Immobilienpreisblasen ex ante zu erkennen, gestaltet sich als äusserst schwierig, da es noch keine allgemein anerkannten theoretischen Modelle gibt, um einen absolut „korrekten“ Fundamentalwert zu berechnen. Die Berechnung von Immobilienpreisen stützt sich zwar auf anerkannte Bewertungsregeln ab, doch jede Bewertung hängt auch von subjektiven Beurteilungen des Schätzers ab (z.B. Abschätzen von künftigen Cash-Flows; Abhängigkeit der Erwartungshaltung und Markteinschätzung des Bewerter).<sup>8</sup>

Hingegen weiss man ex post, also spätestens *nach* dem Platzen der Blase (auch Crash genannt), dass es eine Blase gegeben hatte: „When you see it, you know it.“<sup>9</sup> Bei dieser Betrachtungsweise, nach welcher der zeitliche Preisverlauf von Immobilienpreisen im Vordergrund steht („Bubbles – by which I mean booms followed by crashes“), spricht

---

<sup>7</sup> Rombach 2011, S. 25

<sup>8</sup> Rombach 2011, S. 50

<sup>9</sup> Mishkin/White 2005, S. 55, zit. in Eustermann 2010, S. 7

man auch von der charttechnischen Definition.<sup>10</sup> Sie alleine ist aber als Basis für eine Definition von Preisblasen ungeeignet. Sie kann jedoch – gerade wenn man beispielweise BIP und Hauspreise über eine gewisse Zeit vergleicht – Hinweise geben auf die Existenz möglicher Marktübertreibungen und hat eine gewisse Indikatorfunktion.<sup>11</sup> Vorteilhafter – und deshalb in dieser Arbeit bevorzugt – ist die fundamentale Definition von Immobilienblasen, welche dieselben aufgrund eines aktuellen Abweichens vom Fundamentalwert und nicht durch ihr Ende (Platzen) definiert.<sup>12</sup>

## 2.2. Ansätze zur Erklärung von Preisblasen

### 2.2.1. Rationaler Ansatz

Rationale ökonomische Ansätze versuchen die erwähnte Abweichung vom Fundamentalwert mathematisch zu erfassen und attestieren eine Preisblase, wenn der Marktwert die künftig zu erwartenden abdiskontierten Cashflows übersteigt, was mit der nachstehenden Formel ausgedrückt werden kann.<sup>13</sup> Voraussetzung ist dabei, dass die Akteure perfekt rational handeln und über vollständige Informationen verfügen.<sup>14</sup>

$$P_t > E_t \left[ \sum_{\tau=t+1}^{\infty} \frac{CF_{\tau}}{(1+r)^{\tau-t}} \right]$$

Neuere rationale Modelle untersuchen zusätzlich wie sich verschiedene Anreize, Marktfraktionen, Herdenverhalten und beschränkte Verantwortlichkeit auf die Blasenbildung- und deren Aufrechterhaltung auswirken.<sup>15</sup> Die Voraussetzungen der klassischen normativen Theorie sind in der Realität jedoch nicht erfüllt; Akteure handeln weder ausnahmslos rational noch verfügen sie jederzeit über vollständige Informationen, wie die Behavioural Finance (BF) in jüngerer Zeit gezeigt hat.

---

<sup>10</sup> Rombach 2011, S. 25; (Zitat von Cechetti 2005)

<sup>11</sup> Rombach 2011, S. 34

<sup>12</sup> Rombach 2011, S. 59

<sup>13</sup> Scherbina 2013, S. 4;  $P_t = \text{Marktwert}$ ,  $E_t =$  künftig zu erwartender abdiskontierter Cashflow mit  $CF_{\tau} = \text{Cash Flow zum Zeitpunkt } t$  und  $r = \text{Diskontsatz}$

<sup>14</sup> Ferner herrscht vollkommener Wettbewerb, Güter sind homogen und beliebig teilbar, es gibt keine Marktzugangsbeschränkungen, es existieren keine Steuern und Transaktionskosten, Information ist kostenlos verfügbar. Die Idealisierung eines vollkommenen Marktes ist in der Praxis allerdings kaum anzutreffen; vgl. Gromer 2012, S. 37.

<sup>15</sup> Scherbina 2013, S. 11-14

### 2.2.2. Ansätze der Behavioural Finance

Die Behavioural Finance integriert Psychologie in die Wirtschaftswissenschaften und geht zusätzlich von typisch menschlichen (irrationalen vs. vollkommen rationalen) Verhaltensweisen aus. Im Kern stützt sie sich auf die Annahme, dass Investoren heterogen (vs. homogen) handeln, nur über unvollkommene Informationen verfügen, systematischen Verhaltensanomalien unterliegen, Verhaltensfehler aggregieren und nur eine eingeschränkte Funktion des Arbitrageprinzips besteht.<sup>16</sup>

Einige zentrale Erklärungsansätze bzw. Verhaltensmuster und beobachtete Heuristiken<sup>17</sup> der BF im Zusammenhang mit Preisblasen im Immobilienmarkt werden im Folgenden in einer kurzen Übersicht wiedergegeben:

- Representativeness-Heuristik:  
Vergangene hohe Wachstumsraten und Gewinnerwartungen werden von Investoren allzu optimistisch in die Zukunft extrapoliert.<sup>18</sup>
- Overreaction:  
Händler (sowie Schätzer und weitere Marktakteure) reagieren zu stark auf positive Neuigkeiten<sup>19</sup>
- Greater fool market:  
Investoren kaufen Objekte nur deshalb, um sie einem anderen Händler spekulativ zu einem (ohne offensichtlichen anderen Grund) höheren Preis zu verkaufen.<sup>20</sup>
- Beauty Contest Bubble:  
Anleger ignorieren Fundamentaldaten und imitieren lediglich die Mehrheit der Anleger.<sup>21</sup>
- Overoptimism/Overconfidence:  
Zukünftige Gewinne werden als zu hoch und das damit verbundene Risiko als zu gering eingeschätzt, ein Phänomen, welches unter dem so genannten „Neue-

<sup>16</sup> Rapp, W (2000), S. 81, zit. in Irle 2010, S. 107

<sup>17</sup> Zum Begriff: „Als Heuristik wird das Verfahren bezeichnet, mit welchem bei beschränkter Information Probleme gelöst oder Entscheidungen gefällt werden.“, vgl. Pfister/Prien/Seiger 2012, S. 23

<sup>18</sup> Vgl. Montier, J. (2007), S. 499, zit. in Irle 2010, S. 111

<sup>19</sup> Vgl. Froot, K. A./Obstfeld, M. (1991), S. 1189 f., zit. in Irle 2010, S. 110

<sup>20</sup> Vgl. Montier, J. (2007), S. 497, zit. in Irle 2010, S. 110

<sup>21</sup> Rombach 2011, S. 78

Ära“-Denken bekannt ist, wenn demnach Moden (Fads & Fashions) in der Euphoriephase den Markt beeinflussen.<sup>22</sup>

- Informationsblase:

Wenn Händler unterschiedliche Informationen besitzen oder unterschiedliche Modelle benutzen, kann eine Abweichung zwischen Marktwert und intrinsischem Wert entstehen. Informationsineffizienzen ergeben sich aufgrund der Beschaffungskosten von Informationen (Information ist „per se“ eine Holschuld und verursacht dadurch Beschaffungskosten); so können Informationskaskaden entstehen, die naturgemäss sehr fragil sind. Sie entwickeln sich auf der Basis weniger Informationen und dem Verhalten anderer Marktteilnehmer.<sup>23</sup>

- Principal-Agent-Problem:

Händler und Marktteilnehmer können Anreize erhalten (z.B. Kompensation nach relativer Performance), einen Preis zu bezahlen, der über fundamental gerechtfertigten Werten liegt (und weil die Händler selbst keine Risiken übernehmen mussten).<sup>24</sup>

- Limited Liability:

Risiken werden weiter transferiert (auf Versicherungen oder Banken), sodass Verluste nicht selbst (z.B. durch den Vermögensverwalter) getragen werden müssen.<sup>25</sup>

- Anchoring & Adjustment-Heuristik:

Verkäufer bleiben bei einer ursprünglichen Preisforderung, selbst wenn diese (inzwischen) unangemessen hoch geworden ist.<sup>26</sup>

- Bauchgefühl (Bounded Rationality):

Investoren entscheiden auf der Basis persönlicher Präferenzen – jedoch ohne jegliche exakte Berechnungen. Das Bauchgefühl entsteht durch viele Faktoren wie z. B. Kenntnis des Standorts, Erfahrungen mit bestimmten Immobilientypen, Wertschöpfungsmöglichkeiten sowie günstige Erwerbs- und Finanzierungsmöglichkeiten.<sup>27</sup>

---

<sup>22</sup> Vgl. Montier, J. (2007), S. 499, zit. in Irle 2010, S. 111

<sup>23</sup> Vgl. Cramerer, C. (1989), S. 6, zit. in Irle 2010, S. 111

<sup>24</sup> Vgl. Lind (2009), S. 83 f., zit. in Irle 2010, S. 112

<sup>25</sup> Vgl. Allen, F./Gorton, G (1993), S. 813-836, zit. in Scherbina 2013, S. 13

<sup>26</sup> Black, R./Diaz, J. III (1997), S. 287 ff., zit. in Irle 2010, S. 113

<sup>27</sup> de Bruin, A./Flint-Hartle, S. (2003), S. 282, zit. in Irle 2010, S. 113

- **Loss Aversion:**  
Investoren scheuen den vermeintlichen Verlust höher ein als den Gewinn, den sie durch den Verkauf eines an Wert abnehmenden Objekts erzielen könnten. Durch dieses Verhalten verbleiben Immobilien zu lange unverkäuflich am Markt und verlieren weiter an Wert.<sup>28</sup>
- **Winner's Course:**  
Auktionsteilnehmer verfallen in einen Kaufrusch und der Gewinner bezahlt mehr, als das zu ersteigernde Gut wert ist.<sup>29</sup>
- **Money (Inflation) Illusion:**  
Der Effekt tritt meistens in Phasen günstiger nominaler Zinsen auf. Ein temporär niedriges nominales Zinsniveau verleitet Haushalte, trotz ihrer gegebenen Budgetrestriktionen höhere Ausgaben zu tätigen, als in Perioden nominal hoher Zinsen. Inflationsbereinigt dürften sie jedoch nicht mehr ausgeben.<sup>30</sup>
- **Herding/Herdentrieb:**  
Imitierung des Verhaltens anderer, sozial gleich gestellter Akteure. Das Entscheidungsverhalten wird relativ zum Umfeld ausgerichtet.<sup>31</sup>
- **Perverse Incentives:**  
Rating Agenturen und Analysten sagen nicht die volle Wahrheit, um die während der Blase gesteigerten Umsätze (und ihre dadurch generierten Provisionen) nicht zu gefährden.<sup>32</sup>

Die obige Auflistung beobachteter Effekte erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und soll lediglich aufzeigen, wie mannigfaltig die psychologischen Auswirkungen auf die Bildung von Immobilienpreisblasen sein können.<sup>33</sup> Speziell bei Wohnimmobilienbesitzern sind weitere spezifische Konsequenzen verstärkt zu beobachten, wie etwa:<sup>34</sup>

- *Mental Accounting* (Die nominale Zinsbelastung wird auf das gesamte Haushaltseinkommen bezogen und damit bagatellisiert).

---

<sup>28</sup> Gallimore, P./Hansz, J. A./Gray, A. (2000), S. 604 ff., zit. in Irle 2010, S. 113

<sup>29</sup> Branigan, C./Brugah, Cathal (2009), S. 1, zit. in Irle 2010, S. 115

<sup>30</sup> Brunnmeyer, M. K./Julliard, C. (2008), S. 173, zit. in Irle 2010, S. 115

<sup>31</sup> Shiller 2002, S. 18-26; De Marzo/Kaniel/Kremer 2008, S. 19-50 et. al., zit. in Scherbina 2013, S. 11-12

<sup>32</sup> Scherbina 2013, S. 13-14

<sup>33</sup> Weitere „verhaltensökonomische Einflüsse auf die Preisbildung“ in Pfister/Prien/Seeger 2012, S. 23

<sup>34</sup> Irle 2010, S. 189-190

- *Framing Effekt* (Die Kalkulation von langen periodischen und inflationsabhängigen Zahlungen wird vom Schuldner durch Varianten von Mental Accounting vereinfacht).
- *Debt Awareness* (Umkehr von zeitlicher Verschuldung und Belohnung; man zieht es vor, erst seine Schulden zu begleichen und dann unbelastet im Eigenheim zu wohnen).
- *Wealth Effekt* (In Euphorie-/Blasenphasen wird zu Lasten einer höheren Verschuldung gegenüber dem Kreditgeber für gesteigerte Konsumausgaben Eigenkapital entzogen).

Der Einfluss psychologischer Effekte auf Märkte und Preisbildung ist heute auf breiter Basis akzeptiert. Herdentrieb, Informationskaskaden und damit verbundene Verstärkungsmechanismen gelten in der BF gemeinhin als häufigste Blasenverursacher. Die verschiedenen oben genannten Effekte können in der Realität in unterschiedlicher Ausprägung parallel beobachtet werden oder treten während eines Blasenzyklus in ganz bestimmten Phasen auf.<sup>35</sup> Wollte man diesen Effekten präventiv entgegen wirken, könnte dies beispielsweise über bessere Ausbildung der Investoren oder durch Beteiligung der Akteure an den eingegangenen Risiken erzielt werden.<sup>36</sup>

Das Phänomen der Preisblasen existiert schon seit mehreren Jahrhunderten. Die erste ökonomisch ausführlich dokumentierte Preisblase trat in den Jahren 1633-1637 in den Niederlanden auf, wo das Objekt spekulativer Begierde Tulpenzwiebeln waren, weshalb auch von der Tulpenblase gesprochen wird. Erst als Bedenken aufkamen, „ob drei Tulpenzwiebeln genau so viel wert waren wie eine Brauerei“, wurden sich die Händler bewusst, dass ihr Besitz lediglich aus einer Menge Tulpenzwiebeln bestand und die Manie fand ein jähes Ende.<sup>37</sup>

Im Folgenden werden acht historisch registrierte Preisblasen im Immobilienbereich vorgestellt, wobei erkennbar wird, welche ökonomischen Auswirkungen für die betroffenen Volkswirtschaften entstanden. Besonders negativ betroffen wurde jeweils

---

<sup>35</sup> Irle 2010, S. 114-115, S. 191

<sup>36</sup> Scherbina 2013, S. 35

<sup>37</sup> Tvede 1991, S. 47, zit. in Eustermann 2010, S. 9

das Bankensystem, da starke Preisrückgänge die Aktivpositionen der Bankbilanzen belasten und am Eigenkapital zehren, was im schlimmsten Fall zum Konkurs führt.

Angesichts starker internationaler Verflechtungen des Finanzsystems, bergen Bankkonkurse die Gefahr, das Wirtschaftswachstum des betroffenen Landes zu bremsen, eine Rezession auszulösen oder auch die gesamte nationale wie internationale Finanzmarktstabilität in grossem Masse zu beeinträchtigen.<sup>38</sup>

### 2.3. Beispiele von historischen Immobilienpreisblasen

Häufig gehen Immobilienpreisblasen mit Aktienpreisblasen einher und treten als deren Folgeerscheinungen auf, da Investoren in sichere Gegenwerte investieren und deshalb die Immobilienpreise aufgrund der gestiegenen Nachfrage anziehen. In den Jahren 1920-1925 bildete sich in Florida (USA) eine Preisblase, weil sich die Anzahl Landkäufe aufgrund einer plötzlichen hohen Nachfrage verdreifachten und die Grundstückspreise ins Unermessliche stiegen.<sup>39</sup> Tabelle 1 zeigt 6 markante sich global auswirkende Immobilienpreisblasen in der Vergangenheit auf:

Jahr	Blase	Region	Auslöser	Quelle
1871-1873	Gründerboom	GER, AU	Welle von Unternehmungs- gründungen	Mottek (1966)
1929	Weltwirtschaftskrise	Global	Neuemissionen, Kreditblase	Friedman und Schwartz (1963)
1987	Schwarzer Montag	Global	Unterschätztes US-Haushaltsdefizit	Hirszowicz (1989)
1980-1990	Bubble Economy	Japan	Unterbewertung des Yen	Okina und Shirakawa (2002)
1997-2003	Dotcom-Bubble	Global	Überbewertung der New Economy	Bhar und Malliaris (2001)
2007-2009	Subprimekrise	Global	Fehlbewertung von Hypotheken	Turner (2009)

Tabelle 1 - Vergleich von Immobilien-Preisblasen in der Vergangenheit<sup>40</sup>

### 2.4. Isolierte Immobilienpreisblasen in einzelnen Ländern

In den vergangenen zwei Jahrzehnten sind unzählige Fälle bekannt geworden, unter anderem aus Irland, Holland, Spanien, Thailand, Japan, China und weiteren Staaten –

<sup>38</sup> Rombach 2011, S. 136

<sup>39</sup> Frazer und Guthrie (1995), zit. in Eustermann 2010, S. 12

<sup>40</sup> Eustermann 2010, S. 25

aber auch aus der Schweiz, wo derzeit in einzelnen Gebieten erneut eine Immobilienpreisblase vermutet wird.<sup>41</sup> Im Folgenden werden exemplarisch einige bedeutende registrierte lokale Immobilienblasen vorgestellt:

#### *2.4.1. Bubble Economy in Japan (1980-1990)*

Der Import von ausländischen Technologien brachte Japan eine enorme Steigerung der Wirtschaftskraft, flankiert durch Produktivitätssteigerungen, Massenproduktion und Kostensenkungen. Verschiedene Ursachen führten zu einer expansiven Geldpolitik (die Geldmenge wurde während 1986 und 1990 jährlich um knapp 11% ausgeweitet), um die Nation mit billigem Kapital zu versorgen. In der Folge erhöhte sich der Nikkei 225<sup>42</sup> von fast 8.800 Punkten im Jahr 1983 auf über 38.915 Punkte im Jahr 1989. In Tokio verdreifachten sich die Grundstückspreise zwischen 1986 und 1987. Das Bruttoinlandsprodukt wuchs hingegen deutlich langsamer und eine Leitzinserhöhung im Jahre 1989 führte zur Trendwende: Preise von Grund und Boden halbierten sich in der Folge zwischen 1989 bis 1992.<sup>43</sup> Japan steckt noch bis heute in einer Liquiditätsfalle; anders als beim idealtypischen Verlauf (üblich ist die wirtschaftliche Erholung aufgrund monetärer und fiskalischer Impulse innerhalb von 5 - 10 Jahren) entweicht die spekulative Luft über 20 Jahre hinweg.<sup>44</sup>

#### *2.4.2. Immobilienkrise in der Schweiz in den 90er Jahren (1987-1996)*

Nach dem Börsencrash von 1987 betrieben die Zentralbanken eine expansive Geldpolitik, weshalb viel Geld in den vermeintlich sicheren Immobiliensektor investiert wurde. Die Nachfrage nach Immobilieninvestments war exorbitant und die Preise stiegen massiv an. Durch die Ausweitung der Geldmenge nahm auch die Inflation zu, was die SNB bewog, zu deren Eindämmung die Zinssätze zu erhöhen, wodurch eine Korrektur – und Krise – am Immobilienmarkt ausgelöst wurde. Zur schweren Krise trug zudem bei, dass die Banken in einem scharfen Wettbewerb standen und ihre Bedingungen bei Kreditvergaben fahrlässig gelockert hatten. Infolge der Immobilienkrise kamen etliche Banken zudem insofern in Bedrängnis, als deren Bücher „schlechte Kredite“ (zahlungsfunfähige Schulden, abgewertete Regionen/Lagen)

---

<sup>41</sup> Holzhey/Saputelli 2012, UBS Swiss Real Estate Bubble Index: 3. Quartal 2012

<sup>42</sup> Japanischer Aktienpreis-Index basierend auf 225 Aktientiteln

<sup>43</sup> Eustermann 2010, S. 16-18

<sup>44</sup> Immo-Monitoring 2011, S. 38

verzeichneten und sie enorme Abschreibungen hinnehmen mussten, die sich zwischen 1991 und 1996 auf rund CHF 42 Mia. beliefen.<sup>45</sup>

#### 2.4.3. Immobilienkrise in Irland (1993-2006)

Während eines Immobilienbooms wurden in Irland über 550'000 Häuser und Gebäudekomplexe gebaut, – was im Zeitraum von 1993 bis 2007 zu einer Preissteigerung von 250% führte. Heute stehen über die Hälfte aller Objekte in Irland leer, weil ein riesiges Überangebot besteht, zu wenige Käufer Interesse zeigen oder das Geld für die Finanzierung fehlt. Die Bauindustrie hat komplett an den Bedürfnissen der Bevölkerung (und des Tourismus) vorbei gebaut. Infolge der sich daraus entwickelten Finanz- und einer damit einhergehenden Arbeitsmarktkrise haben seit deren Beginn über 100'000 Arbeitslose Irland verlassen.<sup>46</sup>

#### 2.4.4. Immobilienblase in Spanien (1985-2008)

Die spanische Immobilienblase kann in drei Phasen unterteilt werden. Von 1985 bis 2008 stiegen die Preise für Wohnimmobilien um das Dreifache an, worauf 1992-1996 eine Phase mit stabilen Preisen folgte. Danach zogen die Preise zwischen 1997-2008 wieder an und verdreifachten sich, ausgehend von rund € 1'000/m<sup>2</sup> Wohnraum.<sup>47</sup> Grund für diese Entwicklung dürften zweifelsohne die regulatorischen Fördermassnahmen der Regierung für Wohneigentum sein (langfristige Hypotheken von bis zu 50 Jahren, Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen bei den Steuern etc.), die in den 60er-Jahren eingeführt wurden. Die Eigentumsquote in Spanien beträgt heute über 80% und die Verschuldung der Privathaushalte ist mit 105% des verfügbaren Einkommens gewaltig.<sup>48</sup> Seit 2008 sind die Hauspreise um bis zu 50% eingebrochen, was zur Folge hatte, dass zahlreiche Hausbesitzer ihr Wohneigentum aufgrund konjunkturell bedingten Zahlungsschwierigkeiten und Zwangsversteigerungen verloren haben, jedoch weiterhin ihre Schulden abbezahlen müssen. Infolge des Preiszerfalls ist der Erstellermarkt komplett zusammengebrochen und zahlreiche Banken und Unternehmen gingen Konkurs. In Spanien herrscht seither eine der massivsten Wirtschaftskrisen Europas.<sup>49</sup>

---

<sup>45</sup> Barnetta/Gerber 2011, S. 56

<sup>46</sup> Salow 2010; irish-net.de 2013

<sup>47</sup> Smyth/Urban 2013

<sup>48</sup> Fernández Durán 2006, S. 24

<sup>49</sup> Eurostat 2008

Die Arbeitslosenquote beträgt 24% und ist damit höher als in Irland.<sup>50</sup> Zahlreiche Objekte, ja ganze Städte sind zu Bauruinen verkommen und deutlich mehr als eine Million Objekte sollen offenbar leer stehen und verwahrlosen.<sup>51</sup>

Seit 2012 kann in küstennahen Gebieten Spaniens eine leichte Erholung beobachtet werden, denn Ausländer haben z. B. im vergangenen Jahr rund 44.000 Häuser und Ferienappartements erworben. Besonders im Trend liege Spanien bei Russen und Chinesen, die Objekteinheiten im Schnitt für rund €150'000 erwerben sollen.<sup>52</sup>

#### 2.4.5. Immobilienblase in Shanghai / China (2004-2011)

Im Strudel der Weltwirtschaftskrise hatte sich China zur Stärkung der eigenen Wirtschaft eine gigantische Konjunkturspritze verabreicht. Chinas Grossstädte Beijing, Shanghai, Guangzhou oder Shenzhen haben deshalb zwischen 2004 und 2011 einen Immobilienboom ohnegleichen erlebt (Grundstückspreise haben sich fast verfünffacht).<sup>53</sup> In Hong Kong sind die Bodenpreise von einem Jahr zum andern um 30% und in der Hafenstadt Shanghai gar um 75% angestiegen. Die Regierung versucht daher seit 2010 durch Kreditverteuerung, sozialem Wohnungsbau oder Anheben der Eigenkapitalvorschriften Gegensteuer zu geben.<sup>54</sup>

#### 2.4.6. Immobilienkrise in Holland (2000-2013)

Ein System aus hoch subventioniertem Sozialbau und öffentlich gefördertem Wohneigentum ist zum Bumerang für Staat und Bürger geworden. Die Summe der Hypothekenkredite beläuft sich auf € 650 Mia. – ein in der Eurozone einmaliger Negativrekord; Privathaushalte sind mit 250% ihres verfügbaren Einkommens verschuldet und Bankkredite wurden in Höhen vergeben, die bis das Fünf- oder Sechsfache eines Jahreseinkommens überstiegen. Seit 2008 wurde bei den Immobilien jedoch ein Preiszerfall von über 30% verzeichnet, weitere Preiseinbrüche in der Höhe von 10-15% werden von einzelnen Exponenten der Bauwirtschaft prognostiziert. Mancher Hauseigentümer hat heute mehr Schulden, als sein Haus wert ist. Dies bedeutet oft, dass Kredite nicht mehr abgelöst werden können und Banken Ausfallverluste schreiben. All dies drückt auf die Konsumausgaben, Steuereinnahmen

---

<sup>50</sup> Plickert/Frühauf 2013

<sup>51</sup> Plickert/Frühauf 2013

<sup>52</sup> Müller 2013

<sup>53</sup> 82. Jahresbericht BIZ 2012, S. 33

<sup>54</sup> Chen 2011; Kauffmann 2013

und letztlich auf den Staatshaushalt.<sup>55</sup> Seit 2013 müssen Hypotheken amortisiert werden, um die Zinsen bei der Steuerberechnung geltend machen zu können, sodass die Kauflust weiter gebremst wird und bestehende Schuldner unter zunehmenden Druck geraten.<sup>56</sup>

## 2.5. Global registrierte Immobilienpreisblasen

### 2.5.1. *Die Dot-Com Bubble (1997-2001)*

Angetrieben durch die New-Economy, zu der die Internettechnologie, die Telekommunikation und die Biotechnologie gehörten, sprengte die Börsenhausse jedes historische Mass. Die Zentralbank der Vereinigten Staaten reagierte auf den Absturz im März 2000 mit einer Niedrigzinspolitik, um die US-Konjunktur anzukurbeln. Dies begünstigte im Zusammenhang mit Spekulationen auf steigende Immobilienpreise eine weitere Blase – diesmal am Immobilienmarkt – deren Platzen als der unmittelbare Anlass für die 2007 offen ausbrechende Finanz- und Bankenkrise gilt.<sup>57</sup>

### 2.5.2. *Die Subprime-Krise (1992-2011)*

Rechtliche Rahmenbedingungen, exzessive Preisentwicklungen am Immobilienmarkt sowie weitere makro- und mikroökonomische Unzulänglichkeiten haben im Juni 2007 in den USA die Subprime-Krise ausgelöst. Schuldner niedriger Bonität kamen dank erleichterter gesetzlicher Bestimmungen zu Krediten, wodurch die Immobilienverschuldung in den USA erheblich anstieg. Zwischen 2000 und 2005 sind die Verkaufspreise für Immobilien mit über 60% wesentlich drastischer angestiegen, als es aufgrund fundamentaler Bewertungsmethoden gerechtfertigt gewesen wäre (siehe Abbildung 1).<sup>58</sup>

Dies führte zu einem exponentiellen Wachstum des Subprime-Marktes, auf welchem die verbrieften Hypotheken von risikobehafteten Schuldnern gehandelt wurden. Die verbrieften Hypotheken wurden in Anlagegefäße eingebracht, die aufgrund von erstklassigen Ratings einen enormen Absatz fanden. In der Zeit von 2005-2006 war ein markantes Auseinanderdriften von Hauspreisen und Mieten zu beobachten.<sup>59</sup> Dann begann der Preisanstieg von Immobilien zu stagnieren und immer mehr Kreditnehmer

---

<sup>55</sup> Schmoll 2013

<sup>56</sup> Tahiri/Six 2013, S. 13

<sup>57</sup> Eustermann 2010, S. 19-20

<sup>58</sup> Dreger/Kholodilin 2013, S. 5

<sup>59</sup> Lai/Van Order 2010, S. 754

konnten ihre Kredite nicht mehr bedienen, da die kurzfristigen Zinsen unerwartet anstiegen. Der Nachfragerückgang an Immobilien (Preiszerfall 30%) hatte einen negativen Einfluss auf das Baugewerbe, wodurch ein gesamtwirtschaftlicher Abschwung eingeleitet wurde. Zwangsversteigerungen brachten den Banken hohe Kapitalverluste. In der Folge kam es zur bisher weltweit grössten registrierten Finanzkrise, da die gehandelten Finanzprodukte global vertrieben worden waren, wodurch zahlreiche Finanzinstitute in Zahlungsschwierigkeiten gerieten.

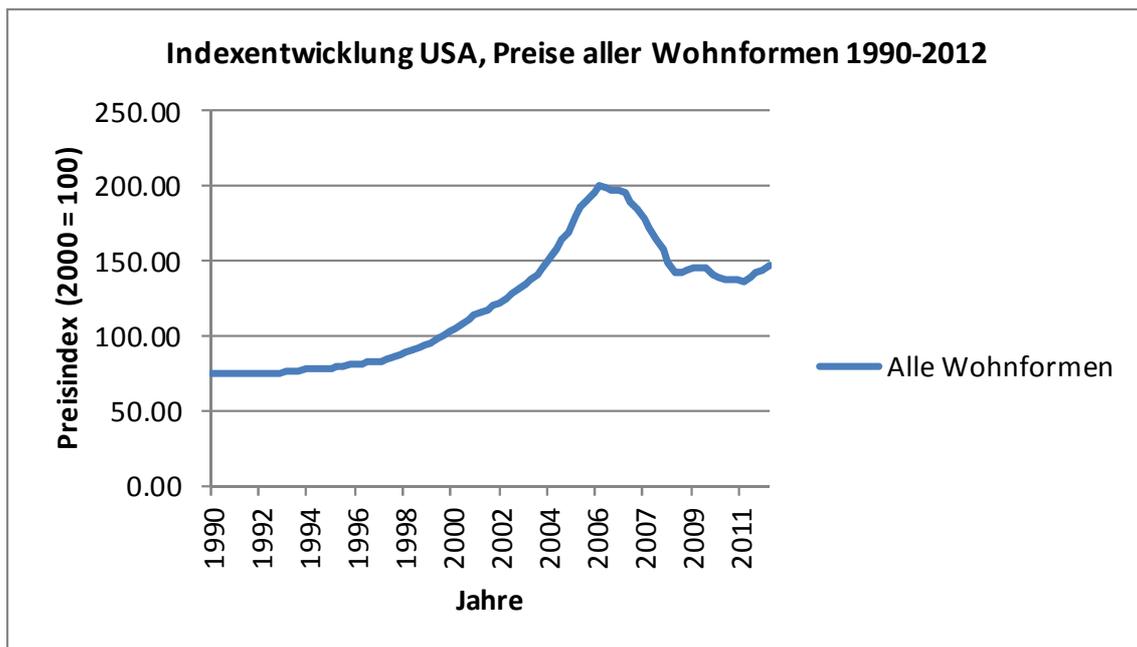


Abbildung 1 - Indexentwicklung Preise Wohneigentum USA 1990-2012<sup>60</sup>

Um der Finanzkrise entgegenzuwirken, haben die Notenbanken auf der ganzen Welt die Geldmenge exzessiv ausgeweitet. Allein am 9. und 10. August 2007 versorgten die EZB, FED, BoJ und die Notenbanken Australiens, Norwegens und der Schweiz die Märkte mit mehr als € 200 Mia., weil die Zinsen auf dem Geldmarkt drastisch anstiegen.<sup>61</sup> In der Folge traten zahlreiche weitere makroökonomische Reaktionen in Billionenhöhe ein. Als zentrale systemische Ursachen wurden die fehlende Transparenz im Verbriefungsprozess sowie die Übergewichtung der von Ratingagenturen abgegebenen Einschätzungen genannt.<sup>62</sup>

<sup>60</sup> Property Price Statistics Online-Datenbank, BIZ; Zugriff vom 13.05.2013, eigene Darstellung.

<sup>61</sup> Zentralbanken mussten als „Lender of the Last Resort“ einspringen, vgl. Irle 2010, S. 79

<sup>62</sup> Eustermann 2010, S. 20-24

An Transparenz fehlte es aber auch im Interbankengeschäft, sodass die gegenseitige Kreditvergabe in kürzester Zeit extrem behindert wurde. Das gesamte Finanzsystem litt in der Folge unter einer von Misstrauen und Unsicherheit geprägten Stimmung, sodass das Kreditsystem praktisch einfro. Dies wiederum führte selbst bei Instituten mit bisher guter Bonität zu Liquiditätsengpässen und zum Zusammenbruch zahlreicher Finanzinstitute rund um den Globus.<sup>63</sup> International tätige Investoren zogen Kapital ab und reinvestierten es in vermeintlich sicheren Märkten und Währungen, was z.B. in der Schweiz zu einem starken Anstieg des Frankens führte – und die Absätze der Exportindustrie verringerte.<sup>64</sup> Die Immobilienpreise stiegen in der Zeit von 1997 bis 2006 inflationsbereinigt um mehr als 80%. Der Immobilienboom hatte eine breite Bevölkerungsschicht erreicht, die Immobilien in zunehmendem Masse als Spekulationsobjekte ansahen. Die Preisblase folgte allen Zyklen des Minsky-Modells.<sup>65</sup>

Zusammenfassend waren zwei voneinander abhängige Wirtschaftsbereiche massgeblich für die Krise verantwortlich: Einerseits ein Boom in der Immobilienwirtschaft (vorteilhafte sozialpolitische Rahmenbedingungen) und andererseits der überbordende Finanzmarkt (günstige Finanzierungsmöglichkeiten, fehlerhafte Risikowahrnehmung, hohe Verschuldungsquoten, intransparente und unverantwortliche Verbriefungsstrukturen im Hypothekengeschäft sowie ein übermässiger Opportunismus).<sup>66</sup>

## 2.6. Vermutete Immobilienblasen der Gegenwart

### 2.6.1. Immobilienblase in Norwegen? (1992-2013)

Norwegen sieht sich seit 30 Jahren mit einer einzigartigen Phase von jährlich um durchschnittlich 8% steigenden Hauspreisen konfrontiert; allein im neuen Millennium haben sich diese – bei einer Eigenheimquote von beachtlichen 85% und einer Verschuldungsquote von 210% des verfügbaren Einkommens – bereits verdoppelt (siehe Abbildung 2). Einzige Ausnahme: 2008 gab es einen Einbruch von 4-6%, gefolgt von einer rezessionsähnlichen Phase, vorausgesetzt, die Erdölexporte wurden nicht in die Berechnungen mit einbezogen.

---

<sup>63</sup> Kolb 2011, S. 145-146

<sup>64</sup> Rombach 2011, S. 138

<sup>65</sup> Irle 2010, S. 79

<sup>66</sup> Gantenbein 2009, S. 15

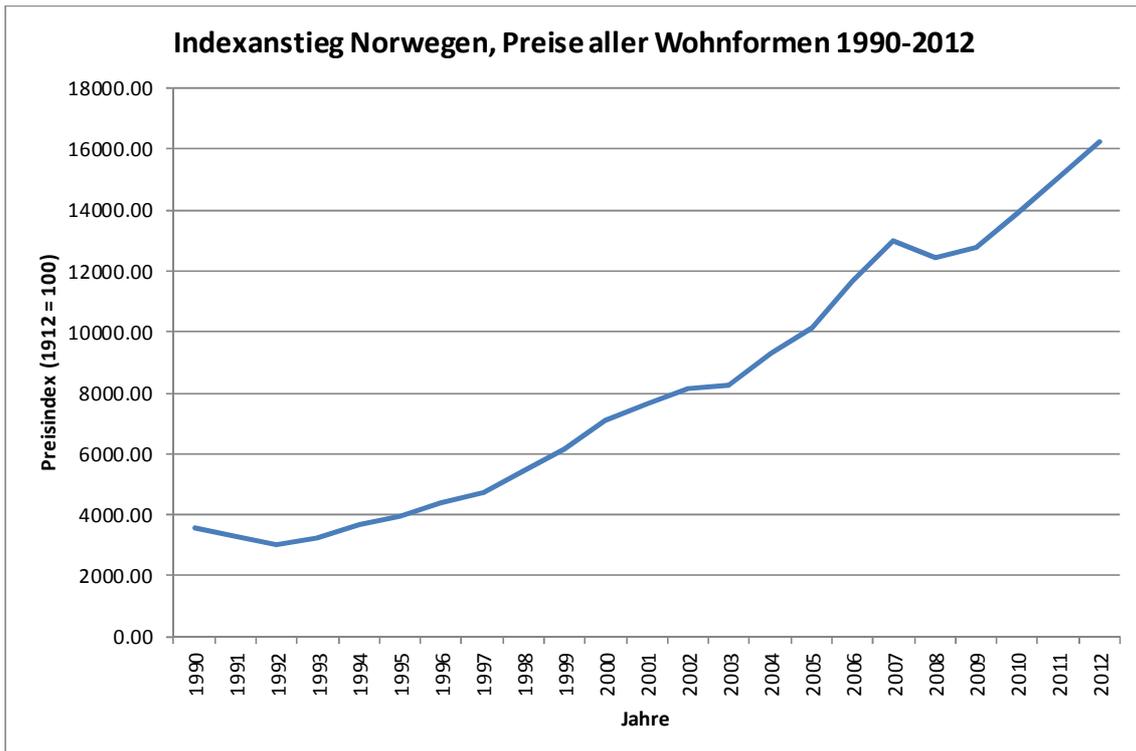


Abbildung 2 - Indexanstieg der Preise aller Wohnformen in Norwegen<sup>67</sup>

Experten meinen jedoch, dass der lang anhaltende Preisanstieg nicht alleine aufgrund von Fundamentaldaten erklärt werden kann: Das Wachstum der Bevölkerung, die Zahl der Haushalte sowie die verfügbaren Einkommen seien zu niedrig, zudem sei auch Anstieg des Wohnungsbaus zu gering.

Gewisse Stärken der norwegischen Wirtschaft sprechen gegen ein Platzen einer allfällig bestehenden Blase: Eine tiefe und stabile Arbeitslosenquote, ein grosszügiges Sozialversicherungssystem, gesunde Staatsfinanzen, das Vermögen der Haushalte, ein Tiefzinsumfeld und ein leicht steigender Wohnungsbau. Der Wohnungsmarkt gilt als sicherer Investitionsmarkt, was die Preise nach oben treibt.

Zwar könnte eine Zinserhöhung durch die Währungshüter sowohl die Staatsverschuldung und den Immobilienpreis-Anstieg eindämmen, jedoch würde dadurch die norwegische Krone weiter aufgewertet und der Binnensektor gegenüber der Eurozone geschwächt werden.<sup>68</sup> Das makroökonomische Umfeld von Norwegen weist auffallende Parallelen zur Schweiz auf: So kennt auch die Schweiz einen seit den 90er Jahren boomenden Immobilienmarkt, eine stetig zunehmende Bautätigkeit, tiefe

<sup>67</sup> Property Price Statistics Online-Datenbank, BIZ; Zugriff vom 13.05.2013, eigene Darstellung.

<sup>68</sup> Årebo 2012; Putland 2009

Leitzinsen sowie eine geringe Arbeitslosigkeit und versucht mittels geldpolitischer Massnahmen den Wechselkurs zum Euro für die Exportindustrie zu stützen.

### 2.6.2. *Besteht gegenwärtig eine Immobilienblase in Deutschland? (2013)*

In der Zeit von 1994 bis 2008 sind die realen Hauspreise in Deutschland um 22% gesunken, denn die nach der Wiedervereinigung gehegten Wachstumshoffnungen in den neuen Bundesländern haben sich nicht erfüllt. Erst in jüngster Zeit ist eine Trendwende zu beobachten, indem Leerstandsquoten deutlich zurückgehen und die Mieten in den Metropolen anziehen. Zum Vergleich: In München sind die Mietpreise in den vergangenen fünf Jahren nominal um „nur“ 12% angestiegen, in Berlin gar um 16%. Ausschlaggebend für die Preissteigerungen ist in der Regel der Wohnungsmangel. Die institutionellen Rahmenbedingungen wirken sich eher bremsend auf das Entstehen von Preisblasen aus, da die Zinsen in der Regel auf 20 Jahre fixiert sind und die Banken bei der Vergabe von Krediten Zurückhaltung üben (Eigenkapitalquote beträgt nicht selten 30% des Kaufwertes). Eine explosive Kreditvergabe besteht derzeit nicht und Verbriefungen von Kreditpapieren stellen eine Randerscheinung dar.

Die derzeit beobachtbaren Preissteigerungen und lokalen Überhitzungen in Deutschland werden zudem flankiert durch die Euro-Krise, was inländische und ausländische Investoren dazu veranlasst, ihr Geld in sicheren soliden Werten Deutschlands anzulegen.<sup>69</sup> Was bisher jedoch noch ausgeblieben ist, ist ein Bauboom; in den meisten Ballungsgebieten liegt die Verfügbarkeit von Wohnungen deutlich unter der Nachfrage.<sup>70</sup>

Einzig die diskutierte Wiedereinführung der Eigenheimzulage könnte mit Blick auf die tiefen Zinsen in Kombination mit der jüngst beobachteten Kreditvergabe an Haushalte mit geringeren Einkommen eine spekulative Preisentwicklung anheizen.<sup>71</sup> Zudem liesse die hohe Sparquote der Deutschen angesichts der Euro-Krise noch weiteres Wachstum zu: Von € 4,9 Bill. investierbarem Finanzvermögen wurden bisher nur € 3,6 Bill. in Immobilien angelegt.<sup>72</sup> Hingegen liegt die Hypothekarverschuldung der deutschen Bevölkerung im Vergleich zum verfügbaren Einkommen auf einem tiefen Niveau und

---

<sup>69</sup> Psotta et al. 2012

<sup>70</sup> Knappes Wohnungsangebot 2011: 180'000 neue Wohnungen bei einem Zuzug von 280'000 Menschen; vgl. Psotta et al. 2012

<sup>71</sup> Dreger/Kholodilin 2013, S. 10

<sup>72</sup> Oberhuber 2012

ist überdies vorwiegend langfristig ausgestaltet. Die Bundesbank gab deshalb an, den Immobiliensektor vorsichtig überwachen zu wollen und nur falls nötig mit mikro- und makroprudentiellen Instrumenten einzugreifen.<sup>73</sup>

### 2.6.3. Besteht gegenwärtig eine Immobilienblase in der Schweiz? (2013)

Seit über 10 Jahren steigen die Preise für Wohneigentum in der Schweiz in zunehmendem Masse (siehe Abbildung 3). Geprägt ist dieser Zeitraum durch sinkende Zinsen, beschleunigtes Bevölkerungswachstum, steigende Realeinkommen und hohe Zahlungsbereitschaft für „sichere“ Anlagen.<sup>74</sup>

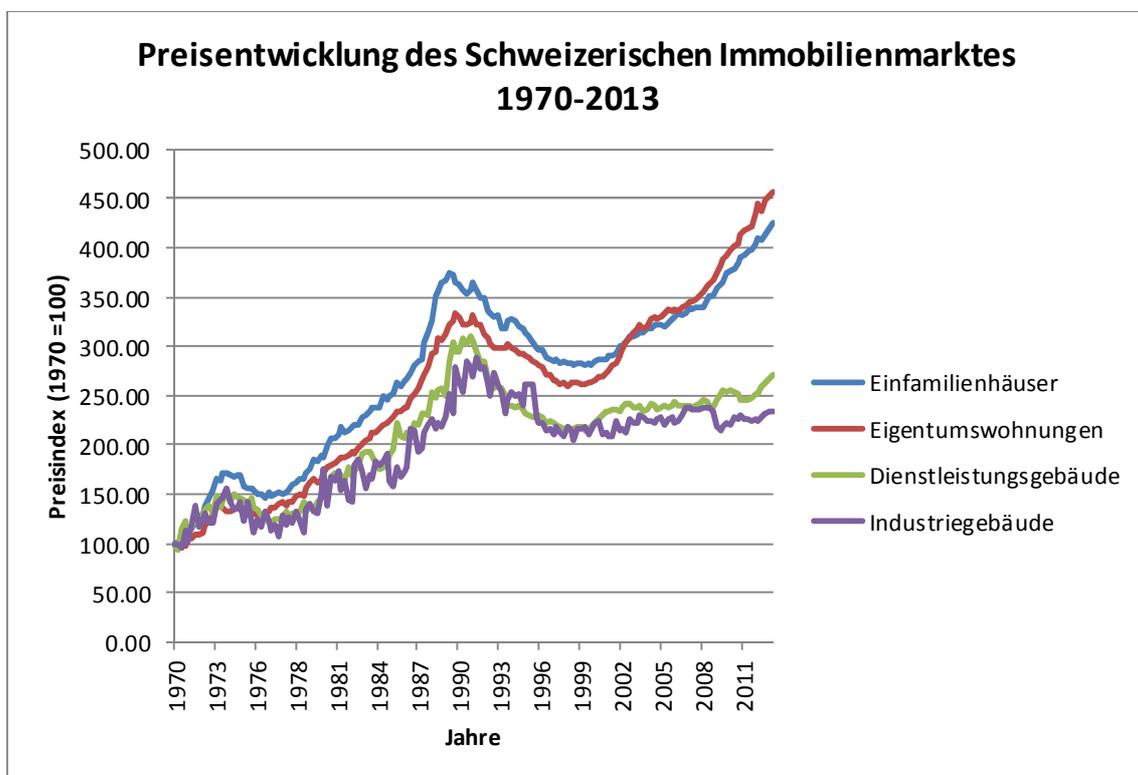


Abbildung 3 - Preisentwicklung des Schweizerischen Immobilienmarktes<sup>75</sup>

<sup>73</sup> Martel 2012b; Mikroprudentiell: Tätigkeit der Aufsichtsbehörden auf den Finanzmärkten, um einheitliche Startbedingungen für alle Banken zu schaffen und den Kunden einen gewissen Schutz vor unlauteren Praktiken zu bieten. Makroprudentiell: Tätigkeit der Aufsichtsbehörden auf den Finanzmarkt im Gesamten gerichtet, mit dem Ziel, die Stabilität des Finanzsystems und des Zahlungsverkehrs zu gewährleisten.

<sup>74</sup> Immo-Monitoring 2013, S. 40

<sup>75</sup> Property Price Statistics Online-Datenbank, BIZ; Zugriff vom 13.05.2013, eigene Darstellung.

Sowohl Transaktions- als auch Angebotspreisindizes für Schweizer Wohneigentum sind seit der Jahrtausendwende gestiegen und haben sowohl nominal als auch real zugelegt.<sup>76</sup> Während dieses Zeitraums ist bei den Behörden das Bewusstsein gereift, dass ein Preiswachstum bei Eigentumswohnungen von jährlich zwischen 5-10% als gefährlich einzustufen sei. In gewissen Regionen (sog. Hot Spots wie z.B. Genf, Goldküste Zürich, Lausanne, Davos) sind die Preise in einem halben Jahr um 1.8% bis 7.6% gestiegen.<sup>77</sup>

Auf Druck der Aufsichtsbehörden (FINMA, SNB, Bundesrat) verpflichteten sich die Banken Anfang Juli 2012 bei der Hypothekenvergabe strengere Massstäbe anzulegen, wie etwa die erhöhte Mindestanforderung an das Eigenkapital von 20% (exklusive eines allfälligen Pensionskassenvorbezuges) oder die verlangte Hypothekendarstellung bis unter zwei Drittel des Belehnungswertes innerhalb von zwanzig Jahren. Hintergrund für diese von der SNB begrüßten Massnahmen ist das als tief und nicht nachhaltig bezeichnete Zinsniveau sowie die Risiken der sich „weiter zuspitzenden Fehlentwicklungen auf dem Hypothekar- und Immobilienmarkt“ (z.B. exzessives Kreditwachstum, Belehnungsgrade bei Wohneigentum über 80%, Anzeichen, dass Tragbarkeit ausgereizt wird, Überbewertung Wohneigentum / Immobilienpreise über Fundamentaldaten, Risiko einer allfälligen starken Preiskorrektur).<sup>78</sup> Die SNB bestätigt ihre mahnende Haltung auch im jüngsten Bericht zur Finanzstabilität 2013: „The risk of a significant price correction in the Swiss residential real estate market has [...] increased.“<sup>79</sup>

Der am 5. November 2012 von der Grossbank UBS veröffentlichte UBS Swiss Real Estate Bubble Index für Schweizer Immobilien erreichte zum ersten Mal seit den 80er-Jahren die sogenannte Risikozone. Auch weitere transaktions- und bewertungsbasierte Marktbeobachter (IAZI AG, Wüst & Partner) schätzen die Lage in gewissen Segmenten und lokalen Märkten als angespannt ein. Als wichtigste Treiber des gegenwärtigen Indexstandes werden die gestiegene Hypothekarkreditverschuldung bei gleichzeitig stagnierenden Haushaltseinkommen und sinkendem Konsumentenpreisindex genannt.<sup>80</sup>

---

<sup>76</sup> Immo-Monitoring 2013, S. 42

<sup>77</sup> Dunsch 2012; Martel 2012a

<sup>78</sup> Bericht zur Finanzstabilität der SNB 2012, S. 5-6, 15-16, 24

<sup>79</sup> Financial Stability Report der SNB 2013, S. 9

<sup>80</sup> Holzhey/Saputelli 2012, UBS Swiss Real Estate Bubble Index: 3. Quartal 2012

Der Bundesrat ist am 13. Februar 2013 dem Antrag der Nationalbank gefolgt und hat per 30. September 2013 den antizyklischen Kapitalpuffer aktiviert. Der Kapitalpuffer ist auf die Hypothekenkredite zur Finanzierung von Wohnliegenschaften in der Schweiz beschränkt und auf 1% (von maximal möglichen 2.5%) der entsprechenden risikogewichteten Positionen festgelegt worden. Begründet wurde dieser Schritt sowohl mit dem starken Preiswachstum als auch mit dem im Verhältnis zu den Einkommen (historisch und im internationalen Vergleich) stark angestiegenen Hypothekarvolumen.<sup>81</sup> Die Regierung will damit die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors und der Gesamtwirtschaft gegenüber einem übermässigen Kreditwachstum stärken sowie frühzeitig einem zu starken Kreditwachstum und Preisanstieg entgegenwirken.<sup>82</sup>

Zudem wünscht sich die SNB von den Banken, dass sie „die Transparenz bezüglich ihrer Widerstandskraft [...] erhöhen.“ Dies fördere das Marktvertrauen und verhindere „falsche und unvorteilhafte Einschätzungen in einer Krisensituation aufgrund von Unklarheiten, was die Situation noch verschlimmern würde“ (Vgl. Interbankengeschäft im Jahr 2007 in den USA in Kap. 2.5.2). Ferner sollten „das verlustabsorbierende Kapital und die risikogewichteten Aktiven gemäss vollständig implementierten Basel-III-Standard regelmässig publiziert“ sowie „der laufende Abbau von Risiken transparent dargestellt werden.“<sup>83</sup> Die ZKB prognostiziert in der jüngsten Ausgabe von „Immobilien Aktuell“ aufgrund eines ungebremsten Nachfrageüberhangs weitere mögliche Preisanstiege – jedoch unter dem Regime der oben erwähnten Massnahmen deutlich gedämpft.<sup>84</sup>

Dieser moderne und subtile Ansatz der Beeinflussung der Immobilienpreise findet auch in anderen Ländern Zuspruch: Anstelle von makroökonomischen Eingriffen sollen mikro- und makroprudentielle Massnahmen eingesetzt werden, denn diese wirken via Belehnungsgrenzen, Risikogewichtung bei Hypotheken oder Änderungen der steuerlichen Abzugsregelungen gezielt auf die Immobilienpreise ein.<sup>85</sup>

---

<sup>81</sup> Lanz 2013a

<sup>82</sup> Lanz 2013b

<sup>83</sup> Bericht zur Finanzstabilität der SNB 2012, S. 22

<sup>84</sup> Frangulidis/Meier 2013, S. 3

<sup>85</sup> Svensson 2012

Das folgende Kapitel beleuchtet die zentralen Gemeinsamkeiten und Unterschiede der in den beiden vorangegangenen Kapiteln exemplarisch vorgestellten (teilweise vermuteten) Immobilienpreisblasen.

#### 2.6.4. Weitere aktuelle mögliche Immobilienblasen (2013, weltweit)

Manche Medien sehen aktuell eine Gefahr einer neuen Immobilienblase in den USA; dies vor allem aufgrund einer sehr hohen Bautätigkeit (Zunahme der Baubewilligungen um 14.5% auf 1,017 Millionen) sowie steigender Preise (Zunahme um 11% seit März 2012).<sup>86</sup> Auch in Frankreich könnte sich eine Immobilienblase bilden, denn tendenziell scheinen sich vergleichbare Symptome wie zu Zeiten der Blase in Spanien (siehe 2.4.4) abzuzeichnen? Die Immobilienpreise und Kreditvolumen sind bereits enorm angestiegen.<sup>87</sup> In den grossen Zentren Indiens, Chinas oder der Türkei gibt es angesichts des derzeitigen Baubooms kritische Stimmen, die aufgrund der massiven Preissteigerungen von einer möglichen Blasenbildung sprechen.<sup>88</sup>

### 2.7. Charakteristika und Indikatoren

#### 2.7.1. Charakteristika

Vergleicht man die verschiedenen, vorgängig beschriebenen Immobilienblasen, so zeigt sich, dass ein Ablauf jeweils in festen Phasen erfolgt. Die wichtigsten Beobachtungen werden im Folgenden kurz zusammengefasst:

- Zu Beginn lässt sich eine positive technische, rechtliche oder wirtschaftliche Entwicklung feststellen, die beispielweise durch Produktionsverbesserungen, staatl. Subventionen, Konjunkturspritzen, gelockerte Finanzierungsbedingungen oder Zuwanderung (durch Arbeitnehmer mit hohem Ausbildungsniveau und beruflicher Stellung<sup>89</sup>) ausgelöst werden kann. Es erfolgt (bzw. besteht) eine Ausweitung der Geldmenge, mit der sinkende, bzw. tiefe Zinsen einhergehen. Dies sind jeweils notwendige Voraussetzungen, lösen aber nicht unbedingt eine Preisblase aus.

---

<sup>86</sup> Die Welt 2013

<sup>87</sup> Exner 2013

<sup>88</sup> Indien: Vikram 2013; China: Mobius 2013; Türkei: Sunday's Zaman 2012

<sup>89</sup> Luchsinger/Marmet 2013, S. 7-8

- Eine Preisblase bildete sich jeweils, wenn das Angebot die steigende Nachfrage nicht mehr decken konnte und weitere Preissteigerungen erwartet wurden. Gleichzeitig war eine starke Ausweitung der Vergabe von Hypothekarkrediten festzustellen.
- In welchen Zeiträumen sich Preisblasen aufbauen, ist in den beobachteten Fällen sehr unterschiedlich. Die hier beschriebenen Blasen entwickelten sich in Zeitspannen von bis zu 30 Jahren.
- Ein Crash wird mitunter durch inflationssenkende Massnahmen der Zentralbanken herbeigeführt, indem diese die Zinsen anheben und dadurch ein schnelles Sinken der Preise bewirken. Andererseits können aufgrund der gestiegenen Zinsen möglicherweise nicht mehr alle spekulativ eingesetzten Kredite bedient werden, wodurch auch das Finanzsystem Einbussen erleidet, was einen Abschwung (Rezession) mit tieferen Immobilienpreisen einleiten kann. Um die Wirtschaft wieder anzukurbeln, könnte die Zentralbank nun wieder die Zinsen senken.

### 2.7.2. Indikatoren für Blasen

Isoliert betrachtete Indikatoren vermögen das Phänomen der Blasen nicht zu deuten. Nur die gleichzeitige Beobachtung sich allmählich entwickelnder Veränderungen verschiedener Indikatoren können das Entstehen oder die Gefahr des Platzens einer Blase vermuten lassen. Mit Blick auf Veränderungen können die nachfolgenden Indikatoren kombiniert betrachtet werden:<sup>90</sup>

- Bevölkerungswachstum (Demografie<sup>91</sup>, Binnenwanderung und Zuwanderung)
- Immobiliennachfrage und Immobilienangebot – Bautätigkeit und Verfügbarkeit unterschiedlicher Wohnformen- und Grössen, Baulandreserven, Leerstand
- Anzahl Immobilienmarkt- Transaktionen (Umsatz, turnover/sales)
- Hauspreise/Mietpreise, Rendite
- Bruttosozialprodukt/Bruttoinlandprodukt, Konjunktur
- Standortattraktivität, Tourismus
- Verfügbares Einkommen, Zinsfuss, Geldmenge
- Hypothekarkreditvolumen gesamthaft, Anzahl neue Kreditvergaben

---

<sup>90</sup> Irle 2010, S. 212-234

<sup>91</sup> Lanz 2013c

- Kreditvergabebedingungen (Amortisation, Eigenmittelvorschriften)
- Inflation, Konsumentenpreise
- Rezessionen – („ex post“ Indikator)

Eine besonders hohe Korrelation zu einer Blasenentwicklung besteht bei der Anzahl an Baugenehmigungen und Baufertigstellungen sowie bei den Volumen der Kreditneuvergaben: „Sie zeigen sowohl ein korrelierendes Verhalten während der Zunahme bis zum Höhepunkt der Preisblasenbildung als auch während des darauffolgenden Preiszerfalls mit dem nominalen Hauspreisindex.“<sup>92</sup>

## 2.8. Preisblasenzyklen nach Minsky

Nach Minsky werden Preisblasenzyklen wie folgt charakterisiert: Exogener Schock, Kreditexpansion, Euphorie und spekulative Manie, Liquiditätsengpass und Schieflagen und Ende der Panik. Die einzelnen Phasen werden im Folgenden kurz erläutert.

### 2.8.1. *Exogener Schock*

Diverse Ursachen können zu einer plötzlichen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums führen, wie etwa der starke Anstieg eines einzelnen Wirtschaftszweiges (Automobilindustrie in den 1920er-Jahren), Deregulierungen im Finanzmarkt, Auflockern der Kreditvergabebedingungen oder ein Wechsel in der Geldpolitik von Zentralbanken. Wenn das Ereignis durchdringend genug ist, verbessern sich die Profitmöglichkeiten und als Ergebnis davon werden mehr Kredite aufgenommen.<sup>93</sup>

### 2.8.2 *Kreditexpansion*

In dieser Phase wird der wirtschaftliche Boom durch eine Kreditexpansion angefeuert. Die traditionellen Banken verleihen expansiv Geld und neue Geldinstitute (z.B. Versicherungen) stossen auf den Markt. Sowohl die einen als auch die anderen versuchen ihre Marktanteile zu halten bzw. zu steigern, während sich die notwendigen Anzahlungen, Eigenkapitalquoten und Kreditmargen vermindern.<sup>94</sup>

---

<sup>92</sup> Irle 2010, S. 234

<sup>93</sup> Kindleberger/Aliber 2011, S. 26-28

<sup>94</sup> Kindleberger/Aliber 2011, S. 28

### 2.8.3 *Euphorie und spekulative Manie*

Investoren kaufen Assets, um von den erwarteten Kapitalwertsteigerungen zu profitieren. Es entsteht eine sich stark aufwärts bewegende Preisspirale. Aufgrund der hohen Liquidität im Markt setzt eine Phase mit übertriebenen Handelsumsätzen ein. Investoren erwarten einen höheren Verkaufspreis – das Spekulationsmotiv steht demnach stärker im Vordergrund als die zu erwartenden Zahlungsströme eines Assets. In der Folge führen die gestiegenen Preise zu einem Herdentrieb seitens der Marktteilnehmer, breite Bevölkerungsschichten steigen in den Markt ein. Die Spekulation auf Kapitalgewinne entfernt sich von rationalem Verhalten und kann als Manie (Irrationalität) oder Blase bezeichnet werden.<sup>95</sup>

### 2.8.4 *Liquiditätsengpass und Schieflagen*

Insider beginnen Gewinne zu realisieren und verkaufen an neue Marktteilnehmer, die ihrerseits versuchen, von der Spekulation zu profitieren. Der Preisboom stoppt jedoch, sobald mehr Verkäufer als Käufer im Markt auftreten. Die Preise beginnen stark zu fallen (Financial Distress). Damit einher geht der Bankrott von Marktteilnehmern, welche ihre Investitionen teilweise fremdfinanziert hatten, da ihr Eigenkapital schnell aufgebraucht war. Die Märkte reagieren in dieser Phase sehr volatil und weil viele Investoren nur an einen temporären Preisverfall glauben, reinvestieren sie nach kleineren Korrekturen erneut in den Markt. Zu einem gewissen Zeitpunkt überwiegt jedoch die Angst vor fallenden Preisen, worauf Investoren alle gleichzeitig und panikartig aus dem Markt aussteigen. Signale für eine massive Schieflage können z.B. sein: Bankrotte von Banken und Unternehmen, Aufdecken von Betrugsfällen oder Banken werden plötzlich zurückhaltender bei der Kreditvergabe und Beleihung von Wirtschaftsgütern, die der Absicherung von Krediten dienen.

Insbesondere im Interbankenhandel entsteht ein hohes Misstrauen in Bezug auf die Kreditwürdigkeit untereinander. Geld wird nur noch zu ungünstigen Konditionen und mit hohen Risikomargen verliehen. Dem Markt steht damit kein Geld mehr zur Verfügung, wodurch Handelsumsätze einbrechen und Wirtschaftsgüter illiquide werden.<sup>96</sup>

---

<sup>95</sup> Kindleberger/Aliber 2011, S. 29-30

<sup>96</sup> Kindleberger/Aliber 2011, S. 32-33

### 2.8.5 Ende der Panik

Die Panik hält im Allgemeinen so lange an, bis der Preiszerfall an einem Punkt angelangt ist, bei dem es für Inverstoren wieder interessant wird, unterbewertete Immobilienangebote zu erwerben. Sobald ein Kreditgeber dem Markt wieder genügend Liquidität zur Verfügung stellt, beruhigt sich die angespannte Situation erheblich. Als Kreditgeber treten regelmässig Zentralbanken auf, welche diese Funktion im Auftrag der Regierungen ausüben.<sup>97</sup> Abbildung 4 zeigt den idealtypischen Verlauf einer Blase nach Minsky:

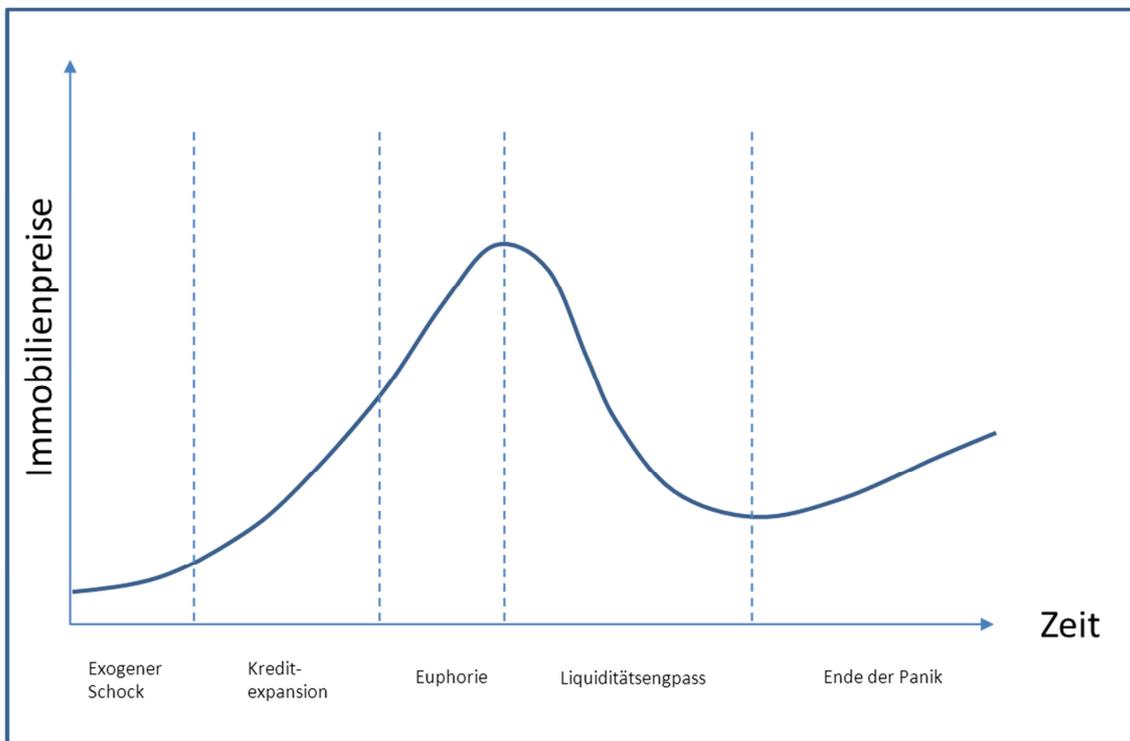


Abbildung 4 - Idealtypischer Verlauf einer Blase nach Minsky<sup>98</sup>

Die von Minsky beschriebenen Phasen sind bei den in Kapitel 2.4 erwähnten Immobilienblasen gut erkennbar und bei den derzeit vermuteten Preisblasen in Deutschland, Norwegen und der Schweiz zeigt das Minsky-Modell vermutlich die Phase der Kreditexpansion oder der Euphorie.

<sup>97</sup> Kindleberger/Aliber 2011, S. 33

<sup>98</sup> Darstellung nach Irle 2010, S. 192

## 2.9 Definition von Immobilienblasen für die nachfolgenden Untersuchungen

Für den weiteren Fortgang der Arbeit wird unter Zuhilfenahme einer empirischen Studie zu 40 Ländern über weltweit registrierte Immobilienblasen und Rezessionen die nachfolgende Definition konstruiert:<sup>99</sup>

- Eine Immobilienblase durchläuft alle Phasen des Minsky-Modells, insbesondere auch die Phase des überraschenden Zusammenbruchs mit einer anschliessenden Rezession.
- Wenn Immobilienwerte in relativ kurzer Zeit stark ansteigen (Abweichung vom Fundamentalwert, siehe Kapitel 2.1) und dann abrupt fallen, ist eine Immobilienblase die einfachste Erklärung dafür.
- Eine Korrelation zwischen fallenden Immobilienpreisen und einer darauf folgenden Rezession ist nicht in jedem Fall gegeben – aber auffällig häufig.

Die eingangs erwähnte Untersuchung wurde vereinfacht mit den folgenden Indikatoren vorgenommen:

- Plötzlicher Rückgang der Anzahl Immobilienverkäufe bzw. der Abschlüsse von Neuhypotheken
- Stark sinkende Immobilienpreise
- Feststellen einer Rezession (reales BSP fällt, negative Wachstumsraten)

Die Ergebnisse der Studie sind in der nachfolgenden Tabelle 2 ersichtlich und zeigen folgende beobachtete Gesetzmässigkeiten auf:<sup>100</sup>

- Rezessionen hatten ihren Ursprung überwiegend im Inland (31 von 40).
- Eine Reduktion der Anzahl Immobilienverkäufe führte innerhalb von 8-9 Quartalen zu einer Rezession.
- Die Reduktion der Anzahl Immobilienverkäufe bedeutet regelmässig sinkende Preise.

---

<sup>99</sup> Putland 2009, Background und Kapitel Nr. 1: Parallel Recessions

<sup>100</sup> Putland 2009, Kapitel Nr. 5: Conclusions

- Die globale finanzielle Vernetzung in Zeiten des Aufschwungs durch Investoren, die Arbitrage betreiben wollen, kann weltweit parallele Preisblasen und Rezessionswellen auslösen.

Year	2005				2006				2007				2008				2009			
Quarter	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
<b>Parallel Recessions</b>																				
USA			T		V								R							
Denmark					t		V						R							
Ireland							T		V				R							
Greece									V											r
Latvia									T	V			R							
S. Korea									t	V										r
Hungary											V			R						
UK									T		V					R				
New Zealand										T	V		R							
France											V			R						
Lithuania										T	V					R				
Estonia					T								V	R						
Finland									t				V			R				
S. Africa													V							R
Luxembourg							t						V			R				
Australia											T		V							r
Spain												T	V			R				
Sweden													T	V	R					
Hong Kong													T	V	R					
Iceland													T	V						R
Singapore											T			V	R					
Canada													T	V						r
Slovenia														V						r
Belgium															V					R
Ukraine																V				R
Czech Rep.														T		V				R
Norway							t								T	V				R
Slovakia															T	V				r
Russia																T		V		R
Bugaria															T				V	R
Malta																T				r
<b>Recessions out of Sequence</b>																				
Taiwan																T		V		R
Italy														T	R				V	

Recessions without Domestic Property Bubbles					
Germany				R	
Japan				R	
The Netherlands				R	
Mexico					R
Portugal					R
Switzerland					R
Austria					R

Tabelle 2 - Registrierte Rezessionen aufgrund von Immobilienblasen nach Putland<sup>101</sup>

Legende:

T	Turnover (Rückgang der Anzahl Immobilientransaktionen)
t	Glut of property for sale (Zunahme der wahrgenommenen Verkaufsangebote)
V	Value (Sinkende Immobilienpreise vom Höchstpreis)
R	Recession (Start einer offiziellen Rezession)
r	Ein Quartal negativen Wachstums, bedeutet Manifestierung einer Rezession

## 2.10 Bedeutung der Transparenz bei Immobilienblasen

Wie können die Marktteilnehmer Immobilienblasen wahrnehmen und ihre Handlungsalternativen der jeweiligen Situation anpassen? Die zuvor genannten Indikatoren basieren überwiegend auf makroökonomischen Vorgängen und sind in Echtzeit schwer zu aggregieren bzw. interpretieren. Somit müssen unzählige weitere Daten und Informationen ausgewertet werden, was für die Marktakteure einen beachtlichen intellektuellen und ggf. rechnerischen Aufwand bedeutet.

Die Preisgestaltung im Immobilienmarkt ist im Verkäufermarkt<sup>102</sup> durch Schätzungen und Erwartungen der verkaufenden Parteien geprägt, zusehends aber auch durch die von Banken verwendeten standardisierten Schätzverfahren (bspw. heuristische Verfahren).

Im Transaktionsprozess treffen hochtechnisierte Schätzverfahren auf von den beteiligten Akteuren angewendete Heuristiken (siehe Kapitel 2.2.2), weil die Akteure die Komplexität der Wertbestimmung (teilweise unbewusst) reduzieren wollen bzw. müssen. Bei diesem Prozess des Abgleichs von aktueller Verkäufererwartung versus

<sup>101</sup> Putland 2009, Kapitel Nr. 4: Summary; Länder chronologisch geordnet anhand der zeitlichen Abfolge der Rezessionen.

<sup>102</sup> Zum Begriff: Bei steigenden Preisen sind die Verkäufer im Vorteil.

Marktpotential und erwartetem Käufernutzen wird evident, dass die Markttransparenz für die wertmässige Beurteilung einer Transaktion eine zentrale Rolle spielt.

Im Immobilienmarkt führen die eingeschränkte Datenverfügbarkeit, die Heterogenität der Objekte sowie die – im Vergleich zum Aktienmarkt – niedrige Frequenz und geringen Volumen von Transaktionen zu einem empfindlichen Mangel an Informationen und Transparenz. Ein Indiz dafür ist die starke Präsenz von Immobiliensachverständigen, welche mittels komplexer Bewertungsverfahren den Immobilienmarkt simulieren, um für bestimmte Objekte einen Marktpreis bestimmen zu können.

Im nachfolgenden Kapitel wird die Bedeutung der Transparenz bei der Preisblasenbildung im Immobilienmarkt genauer untersucht. Dazu werden zunächst die Begriffe „Immobilie“, „Immobilienmarkt“ und „Transparenz“ definiert.

### 3. Methodik

#### 3.1 Begriffsdefinitionen - Immobilienmarkt und Transparenz

Um die Bedeutung und Wirkung von Transparenz im Zusammenhang mit der Entstehung oder Vermeidung von Immobilienblasen untersuchen zu können, werden für den weiteren Fortgang der Arbeit zunächst die Begriffe Immobilien, Immobilienmarkt und Transparenz definiert. Auf dieser Grundlage werden die verschiedenen Aspekte und Ausprägungen des Transparenzbegriffs eingeführt und anhand eines Kriterien-Rasters des bestehenden weltweit erhobenen Transparenz-Index von JLL vorgestellt.

##### 3.1.1 Definition des Immobilienbegriffs

Immobilien haben eine physische, juristische und eine ökonomische Dimension, weshalb der Begriff je nach Sichtweise unterschiedlich definiert wird. Eine weit gefasste Definition, welche alle drei Dimensionen mit einbezieht, lautet: „Immobilien sind Wirtschaftsgüter, die aus unbebauten Grundstücken oder bebauten Grundstücken mit dazugehörigen Gebäuden und Aussenanlagen bestehen. Sie werden von Menschen im Rahmen physischer-technischer, rechtlicher, wirtschaftlicher und zeitlicher Grenzen für Produktions-, Handels-, Dienstleistungs- und Konsumzwecke genutzt.“<sup>103</sup> Der Begriff „Immobilie“ wird synonym mit „Grundbesitz“, „Liegenschaft“, „Gebäude“ oder „Realvermögen“ verwendet. Immobilien sind standortgebunden (zentrales Charakteristikum), heterogen (jede Immobilie ist ein Unikat), haben eine lange Produktionsdauer, hohe Kapitalbindung, hohe Transaktionskosten, sind dauerhaft und nur begrenzt substituierbar.<sup>104</sup>

##### 3.1.2 Der Immobilienmarkt

Der Immobilienmarkt ist ein relativ unorganisierter (Tausch-) Markt, denn Angebot und Nachfrage treffen je nach Objekt und Örtlichkeit aufeinander, im Gegensatz zum Markt für bewegliche Güter, der Mobilität voraussetzt und leicht auffindbar ist (Läden, Kaufhäuser, Wochenmärkte. Der Markt gliedert sich in verschiedene Teilmärkte auf, die räumlich oder sachlich unterschieden werden können. In der räumlichen Dimension können ganze Kontinente, einzelne Länder, regionale Märkte oder Städte betrachtet werden, sowie auch Mikrostandorte wie Stadtteile, Nebenlagen oder periphere Lagen.

---

<sup>103</sup> Bone-Winkel u.a., 2008c. S. 16, zit. in Gromer 2012, S. 17

<sup>104</sup> Gromer 2012, S. 18

Nach der Nutzungsart werden unterschieden: Wohnimmobilien, Gewerbeimmobilien, Industrieimmobilien oder Sonderimmobilien (wie etwa Hotels, Gastronomie-, Freizeit-, Verkehrs- oder Infrastrukturimmobilien).<sup>105</sup>

In vollkommenen Märkten werden homogene Güter transparent, ohne persönliche, regionale oder sachliche Präferenzen gehandelt und Marktveränderungen werden umgehend wahrgenommen und entsprechend eingepreist. Im Immobilienmarkt hingegen werden heterogene Güter gehandelt, der Markt gilt als intransparent, es bestehen beachtliche persönliche, regionale oder sachliche Präferenzen und auf Marktveränderungen erfolgt keine oder nur eine langsame Anpassung. Die Preisfindung erfolgt bei jedem einzelnen Objekt aufgrund individueller Beurteilung, denn beim Immobilienverkauf muss bei potentiellen Interessenten die Qualität der verschiedenen Angebote mit viel Verhandlungsgeschick herausgestrichen, verglichen und abgewogen werden, um – je nach Angebot und Nachfrage – letztlich einen konkreten Verkaufspreis zu bestimmen.<sup>106</sup> Ergänzende Kennzeichen des Immobilienmarktes sind die Teilmärktebildung, geringe Liquidität und vergleichsweise hohe Transaktionskosten.<sup>107</sup>

### 3.1.3 *Transparenz und Markttransparenz*

Die Begriff „Transparenz“ und „Information“ werden oft synonym verwendet und im Zusammenhang mit Märkten wird darunter überwiegend die klare und deutliche Darlegung von Informationen verstanden. In perfekt funktionierenden Märkten können alle (rational handelnden) Akteure den vorhandenen Informationen trauen und allen stehen korrekte Daten und Fakten in vollem benötigtem Umfang zur Verfügung, sodass niemand einen mit rechten oder unrechten Mitteln erworbenen Vorteil bei den Investmententscheidungen treffen kann. Erst mit den ungewöhnlich starken und lang anhaltenden Preissteigerungen auf vielen Märkten in den 90er Jahren entstand seitens der Bevölkerung und der Wissenschaft ein Interesse, die Immobilienpreisentwicklung genauer zu verfolgen.<sup>108</sup> Transparenz im Immobiliensektor wird heute als unabdingbare Voraussetzung für nationale und grenzüberschreitende Investments und als erfolgsbestimmender/imageprägender Faktor für den Markt angesehen.<sup>109</sup>

<sup>105</sup> Walzel 2008, S. 120, zit. in Gromer 2012, S. 31

<sup>106</sup> Gantenbein 1999, S. 126

<sup>107</sup> Schäfer 2005b, S. 79f. u.a., zit. in Gromer 2012, S. 38

<sup>108</sup> Rombach 2011, S. 87

<sup>109</sup> ZIA 2013, Markttransparenz

Eine Beispieldefinition für Transparenz lautet: „Transparency describes the increased flow of timely and reliable economic, social, and political information... Alternatively, a lack of transparency may exist if access to information is denied, if the information given is irrelevant to the issue at hand, or if the information is misrepresented, inaccurate, or untimely.“<sup>110</sup> Die Anforderungen an „Transparenz“ sind dementsprechend:<sup>111</sup>

- Verfügbarkeit, Zugänglichkeit
- Richtigkeit, Qualität
- Relevanz
- Glaubwürdigkeit, Nähe der Informationen

Unvollständigkeiten im Immobilienmarkt führen zu Transaktionskosten für die Akteure; es existieren die nachfolgenden Kostenquellen: Intransparenz bezüglich der Preise, des Angebots, der Nachfrage und der Qualität sowie asymmetrische Information in Bezug auf Intermediäre, Nutzungsunsicherheit (Zukunft?), Unsicherheit hinsichtlich des Besitzes (Erträge, Preise, Kosten), Unvollständigkeit des Anlagespektrums (Art der Elementaranlagen), Explizite Transaktionskosten und emotionale Tauschhemmnisse.<sup>112</sup>

An den Aktienmärkten bewerten Investoren ein weniger transparentes Unternehmen schlechter, als ein transparentes. Ein Mangel an Transparenz würde von den Investoren als hohes Mass an Unsicherheit eingestuft, was sich im Aktienkurs in Form von Bewertungsabschlägen bemerkbar machen würde und anlässlich einer Refinanzierung bei Fremdkapitalgebern höhere Kosten zur Folge hätte.<sup>113</sup> Gemeinhin gelten transparente Märkte als effizienter, was sich beispielsweise in den Umschlagsgeschwindigkeiten des Immobilienhandels zeigt. Deutschland hat z. B. immens längere Haltedauern als der als transparenter geltende Immobilienmarkt der USA.<sup>114</sup> Transparenz hat ferner auch eine juristische Dimension, sofern es um den Anlegerschutz

---

<sup>110</sup> Vishvanath/Kaufmann 1999: 3, zit. in: Svetlova 2010, S. 82-83

<sup>111</sup> Tuchfeldt 1966, zit. in: Boschetti 2007, S. 7

<sup>112</sup> Gantenbein 1999, S. 130

<sup>113</sup> Schaich 2012, Kapitel Nr. 1: Transparenz und Kapitalmarkt

<sup>114</sup> Pfeiffer 2011

geht und einer asymmetrischen Informationsverteilung entgegen gewirkt werden soll (Schutz der Anleger etc.).<sup>115</sup>

Neue Technologien und das Internet schaffen Transparenz und aufgrund ihrer Reichweite die grösste bisher erreichte Annäherung an den perfekten Markt.<sup>116</sup> Vollständige Transparenz – wie sie von der rationalen Ökonomie vorausgesetzt wird – ist in der Realität jedoch trotz einer wie nie zuvor effizienten Datenverarbeitung und Internetverfügbarkeit nicht erreichbar. Den Immobilienmärkten kann heute eine so genannte „schwache Informationseffizienz“ zugeschrieben werden; die Preise enthalten immerhin alle kursrelevanten Informationen der Marktentwicklung aus der Vergangenheit.<sup>117</sup> Unter Markttransparenz wird daher nicht ein Extremwert der Informiertheit, sondern ein Informiertheitsgrad verstanden. Je grösser die Qualität und Quantität der Informationen, die den Akteuren vor einer Entscheidung zur Verfügung stehen, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die getroffene Entscheidung im Nachhinein als falsch zu beurteilen ist.<sup>118</sup>

„We all have the same information, and we’re just making different conclusions about what the future will hold.“<sup>119</sup> Strikte abzugrenzen ist Markttransparenz von Vorhersagen der Zukunft, denn sowohl das gegenwärtige als auch das zukünftige Wirtschaftsgeschehen bleiben in der Realität letztlich undurchschaubar und sind demzufolge intransparent. Dies ermöglicht den Marktteilnehmern aus Politik und Wirtschaft lediglich ein Streben nach Transparenz im Entscheidungsprozess, sodass das konkrete Vorgehen im Nachhinein transparent und nachvollziehbar beurteilt werden kann. Transparenz wird damit zum Instrument des Umgangs mit der Erwartungssicherheit.<sup>120</sup> Transparenz ist demnach ein Konglomerat von Informationen, die zu einem bestimmten Marktbereich zur Verfügung stehen müssen, damit Marktteilnehmer ihre Entscheidungen mit der benötigten Sicherheit treffen können.

---

<sup>115</sup> Schaich 2012, Kapitel Nr. 1: Transparenz und Kapitalmarkt

<sup>116</sup> Simeons 2000: 1, zit. in: Svetlova 2010, S. 83. Das Internet schafft sowohl Transparenz für die Kaufinteressenten – aber auch für die Verkäufer, welche ihre Angebote mit der Konkurrenz vergleichen können. Vgl. dazu Enderle 2009, S. 369

<sup>117</sup> Rombach 2011, S. 86-87

<sup>118</sup> Tuchtfeld (1966), zit. in Boschetti 2007, S. 6-7

<sup>119</sup> Scheinkmann und Xiong 2003, Fn. 6, zit. in Rombach 2011, S. 122

<sup>120</sup> Svetlova 2010, S. 95

Immerhin besteht zum Thema „Marktprognosen“ die wissenschaftlich unterlegte Erkenntnis, dass unter Einbezug möglichst vieler Informationen aus Vergangenheit und Gegenwart auch eine relativ verlässliche Prognose zukünftiger kurzfristiger Ereignisse möglich sein soll, wenn diesbezügliche Umfragen in die verschiedenen relevanten Wirtschaftszyklen (Welt, Land und Branche) eingebettet werden und eine zeitliche Orientierung des Betrachtungsgegenstands eine verlässliche Grösse darstellt, die tatsächlich unterstützend bei der Beurteilung der wirtschaftlichen Lage von morgen sein kann: „Das gleichzeitige Verankern der Zukunftseinschätzung in der Vergangenheit durch die Betrachtung entsprechender Werte vergleichbarer Perioden erhöht die Zuverlässigkeit der Prognose.“ Ein dazu passendes chinesisches Sprichwort besagt: „He who could foresee affairs three days in advance would be rich for thousand years!“<sup>121</sup>

Annähernd zuverlässige Marktprognosen können einzig mittels empirischer Erhebungen avisiert werden. Diesen Weg hat die Beratungsgesellschaft KPMG AG mit ihrem Swiss Real Estate Sentiment Index eingeschlagen, indem sie jeweils über 180 Entscheidungsträger (institutionelle Investoren und Bewertungsgesellschaften) auf Ihre Investitionsabsichten und Marktentwicklungserwartungen für die nächsten 12 Monate abfragt.<sup>122</sup> Diese einzigartige, sich jährlich wiederholende Erhebung, führt zu einem aggregierten Abbild der wahrscheinlichsten Handlungsalternativen der wichtigsten Marktteilnehmer und bringt im Schweizer Immobilienmarkt Transparenz in die bisher unerschlossenen Zukunftseinschätzungen- und Absichten der institutionellen Akteure.

Die Beratungsfirma Jones Lang LaSalle (JLL) definiert Markttransparenz für ihre diesbezüglichen Forschungszwecke wie folgt: „One of the essential building blocks of a transparent real estate market is the availability of a broad range of reliable, high-quality information on market fundamentals covering real estate prices, demand and supply across multiple sectors.“<sup>123</sup> In welche Teilbereiche man Transparenz unterteilen kann, zeigt das nachfolgende Kapitel auf.

---

<sup>121</sup> Hettrich/Hilzenbecher 2010, S. 191, 211

<sup>122</sup> Prien/Seeger 2012, S. 50

<sup>123</sup> Global Real Estate Transparency Index 2006, S. 3

### 3.2 Teilelemente von Transparenz

Auf der Grundlage des von JLL seit 1999 erhobenen Transparenz-Index – der weltweit als der einzige Index dieser Art gilt – können folgende Hauptelemente herangezogen werden:

- Performance-/Preis-Indices
- Fundamentale Marktdaten
- Professionelle Standards/Governance
- Rechtliche und regulatorische Fundamente
- Transaktionsprozesse

Zusätzlich wurde im Jahr 2012 ein separater Nachhaltigkeits-Index hinzugefügt, der die Märkte fokussiert und auf ökologische Themen hin bewertet. Die einzelnen Elemente werden im Folgenden kurz beschrieben:<sup>124</sup>

#### 3.2.1 *Performance- / Preis-Indices*

Damit Investoren Marktchancen- und Risiken zuverlässig einschätzen können, benötigen sie verlässliche Indices, die ihnen Aufschluss darüber geben, wie sich die Entwicklung von Renditen und Preisen über einen längeren Zeithorizont hin gestaltet. Verschiedenste Indices liefern Informationen über Veränderungen von Erträgen und Kosten, Akquisitionspreisen und Marktwerten sowie Wertentwicklungen und Renditen – sodass potenzielle Käufer das Chancen-/Risikoprofil besser einschätzen können und gesamtwirtschaftlich eine optimierte Kapitalallokation erzielen.

#### 3.2.2 *Fundamentale Marktdaten*

Zu den fundamentalen Marktinformationen gehören qualitativ hochstehende Daten (Ämter, Forschungsstellen etc.) in den Bereichen Vermietungsmarkt, Transaktionsmarkt, Baumarkt und Kapitalmarkt. Dabei kann unterschieden werden zwischen Zeitreihendaten und Verfügbarkeiten von Datenbanken. Bezüglich des Vermietungsmarktes sind von zentraler Bedeutung: Marktinformationen wie etwa statistisch erfasste Vertrags- und Marktmieten, Angebot und Nachfrage von Mietflächen und Leerständen. Im Transaktionsmarkt werden insbesondere beobachtet: Anzahl

---

<sup>124</sup> Global Real Estate Transparency Index 2012, S. 14-21, 43

Transaktionen, Art, Volumen, Käufer und Verkäufer, Kauf- und Verkaufspreise etc. Beim Bauproduktmarkt sind zu beobachten: geplante und bewilligte Projekte, Projektedaten wie Standort und Flächen, Baukosten-Benchmarks und Baukosten-Indices. Schliesslich sind bezüglich der Kreditkonditionen die aktuellen Zinsen und deren weitere Entwicklung von Interesse.

### *3.2.3 Professionelle Standards / Governance von Anlagegefässen*

Hierbei spielt einerseits der Grad der Professionalisierung der Marktteilnehmer sowie die Präsenz von internationalen Akteuren eine bedeutende Rolle. Des Weiteren sind Ausbildungsangebote sowie das Vorhandensein von Berufsverbänden der Immobilienwirtschaft ein wesentliches Kriterium, um eine grösstmögliche Transparenz zu erzielen. Bei (kотиerten) Immobilienanlagegefässen werden überdies die Offenlegungspflichten und Anforderungen an die Governance beurteilt.

### *3.2.4 Rechtliche und regulatorische Fundamente*

Zu den rechtlichen Fundamenten gehören beispielsweise das Eigentumsrecht, Vertragsrecht, Steuerrecht und das Personenrecht. Dabei stehen die Rechtssicherheit und -gleichheit bei der Ausübung dieser Rechte durch Private und Behörden im Vordergrund. Eine Intransparenz in rechtlichen Belangen kann nicht durch Risikoprämien kompensiert werden, sodass die rechtlichen Rahmenbedingungen eine eminent wichtige Grundlage für das Funktionieren von Immobilienmärkten darstellen.

### *3.2.5 Transaktionsprozesse*

Um Transaktionen transparent durchführen zu können, sind die freie Partnerwahl und eine Offenlegung möglicher Interessenkonflikte entscheidende Voraussetzungen. Fairness bei Verhandlungen, Qualität der Informationen, strukturierte Kaufprozesse, Vertraulichkeit, hohe ethische Standards sowie Egalisierung von bestehenden Informationsasymmetrien der Vertragsparteien werden vorausgesetzt. Korruption ist strikt zu unterbinden; dies betrifft vor allem Schmiergeldzahlungen in Verbindung mit Baugesuchen sowie Steuerumgehungsversuche.<sup>125</sup>

---

<sup>125</sup> Global Real Estate Transparency Index 2012, S. 12

### 3.2.6 Nachhaltigkeits-Kriterien

Die klassischen drei Bereiche der Nachhaltigkeit betreffen Fragen des Sozialen, der Umwelt und der Wirtschaft. Diesbezüglich können beispielsweise Instrumente und Regelungen betreffend den Verbrauch von Energie in Gebäuden, Monitoring und Reduktionsbemühungen zum CO<sub>2</sub>-Austoss sowie baubiologische- und gesundheitliche Kriterien untersucht werden.

### 3.3 Transparenz-Indices

In Deutschland liegen zahlreiche Untersuchungen zum Thema Transparenz vor, dies vornehmlich auf der Stufe von Immobilien-Aktiengesellschaften sowie Anlagegefässen. Die offenen Immobilienfonds sowie die REITs schneiden bei diesen Untersuchungen überdurchschnittlich gut ab. Diese – auf Deutschland bezogenen – Ergebnisse zeigen dennoch auf, dass unabhängig von der gewählten Untersuchungsmethode weiterer Nachholbedarf besteht, was die Transparenz betrifft. Erwünscht wären beispielsweise eine grössere Detailtiefe, die Angabe von Kennzahlen auf Einzelobjektebene oder spezifischen Kennzahlen der Immobilienbranche.<sup>126</sup> In den USA gibt es beispielsweise den von Standard & Poor's herausgegebenen Transparency Index, der auf Unternehmensebene über die Qualität der Transparenz berichtet.<sup>127</sup>

Auf weltweiter Ebene steht der von JLL erhobene Transparenz-Index zur Verfügung, welcher in 97 Märkten insgesamt 40 quantitative und 43 qualitative Faktoren umfasst. Die quantitativen Faktoren werden von den lokalen Stellen eingeholt, die qualitativen Daten durch lokale Mitarbeiter in Umfragen vor Ort erhoben. Da sich der Fragen- und Datenkatalog von Jahr zu Jahr weiter entwickelt (zusätzliche Kriterien, neue Länder), berechnet JLL den sogenannten „Classic Transparency Index“, der Transparenz-Vergleiche über verschiedene Jahre zulässt.<sup>128</sup> Im Folgenden werden die wichtigsten Resultate der jüngsten Erhebung aus dem Jahr 2012 kurz zusammengefasst.

<sup>126</sup> Schaich 2012, Kapitel Nr. 2-3 (Beispiele: Transparenz-Rating von Feri, Transparenz-Index der DVFA, Studie der cometis AG etc.)

<sup>127</sup> [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) oder [www.transparency.org](http://www.transparency.org) betreffend Informations-Transparenz von Unternehmungen weltweit.

<sup>128</sup> Global Real Estate Transparency Index 2012, S. 42

### 3.4 Markttransparenz in verschiedenen Ländern

In diesem Kapitel werden die wichtigsten Erkenntnisse des aktuellen JLL-Transparenz-Index zusammengefasst und interpretiert:

- Nahezu 90% aller im Index aufgeführten Länder haben seit der letzten Erhebung eine Verbesserung ihrer Gesamttransparenz erzielt.
- Die Resultate des neu aufgelegten Index belegen (wiederholt), dass zwischen der Transparenzzunahme und höheren direkten Immobilieninvestments durch internationale Akteure ein Zusammenhang besteht. Darin sieht JLL ein bestechendes Argument für den freien Informationsfluss sowie für die faire und konsistente Anwendung der lokalen Eigentumsrechte.
- In den meisten aufstrebenden Ländern sind Fundamentaldaten nur in bescheidenem Ausmass vorhanden.
- Die Transparenz über den Verschuldungsgrad der Marktteilnehmer ist in den meisten Ländern nur schwach ausgeprägt.
- Während in vielen Schwellenländern (Brasilien, Türkei, Indonesien und Vietnam) grosse Fortschritte gemacht wurden, gibt es in den meisten noch zu entwickelnden Marktregionen grossen Nachholbedarf (Afrika, Mittlerer Osten, Lateinamerika).

Fast die Hälfte aller im Index befindlichen Länder verfügen über keine oder unzureichende Daten zur Performance ihres Immobilienmarktes. Dass sich dies künftig verbessern werde, sieht JLL als sehr realistisch an, denn fehlende Performance-Indikatoren behindern generell Investments in einen Markt. Zudem werden die heftigen Kreditausfälle der jüngeren Vergangenheit, aufgeflogene Korruptionsfälle sowie die neuen Nachhaltigkeitskriterien insgesamt die Notwendigkeit von Indikatoren weiter verstärken, sodass künftig bei den transparenzschwachen Märkten eine wesentliche Verbesserung zu erwarten ist.<sup>129</sup>

Eine 2010 veröffentlichte Analyse internationaler Immobilieninvestments verdeutlicht, dass die zwischen 1996 und 2007 verbesserte Transparenz (JLL Transparency Index 2008) mehrheitlich mit einer Verbesserung der Performance gegenüber lokal ansässigen

---

<sup>129</sup> Global Real Estate Transparency Index 2012, S. 12

Unternehmen einherging. Dabei gehen die Autoren davon aus, dass die verbesserte Wertschöpfung über die genannte Zeitspanne vor allem von der verbesserten Transparenz der beobachteten Immobilienmärkte herrührte.<sup>130</sup>

Aufgrund der Datenlage kann kein historischer Vergleich von Transparenzdaten und Immobilienblasen vorgenommen werden. Im nachfolgenden Kapitel werden jedoch die aktuellen Erkenntnisse des JLL Transparency Index mit den jüngsten Blasenvorkommen in verschiedenen Ländern verglichen, um einen allfällig positiven oder negativen Kausalzusammenhang nachweisen zu können. Zudem wird versucht aufzuzeigen, welches Ausmass die Zusammenbrüche von Immobilienblasen in transparenten Ländern annehmen.

---

<sup>130</sup> Eichholtz/Gugler/Kok 2010, S. 152, 171

## 4. Empirischer Teil

### 4.1 Vorgehensweise

Zur Beantwortung der Kernfragen dieser Arbeit wird in Kapitel 4.2 der Zusammenhang zwischen Immobilienblasen und verschiedenen Transparenz-Ausprägungen untersucht. Mittels einer weiteren Analyse wird in Kapitel 4.3 ergründet, ob in transparenten Ländern die Zusammenbrüche von Immobilienblasen (Crashes) schwächer oder stärker ausfallen, als in relativ weniger transparenten Ländern. Für beide Analysen werden die in den vorangegangenen Kapiteln eingeführten Begriffsdefinitionen verwendet. Mit Hilfe von Expertengesprächen sollen die aus den Daten gewonnenen Erkenntnisse in Kapitel 4.4 überprüft werden, sodass schliesslich eine kritische und praxisorientierte Auseinandersetzung erfolgen kann.

### 4.2 Zusammenhang zwischen Immobilienmarktblasen und Markttransparenz

#### 4.2.1 *Transparenz-Entwicklung in 97 Ländern von 2006-2012*

In einem ersten Schritt werden die Daten der von JLL seit 2006 in verschiedenen Ländern durchgeführten Transparenzerhebungen analysiert und mit weltweit registrierten Blasenvorkommen verglichen. Daraus können sich erste Hinweise ergeben, ob ein Kausalzusammenhang besteht und welcher Ausprägung dieser gegebenenfalls entspricht. Beim Vergleich der von JLL erhobenen Transparenzdaten ergeben sich folgende Feststellungen:

- In 14 von 14 highly transparenten Ländern wurde eine Verbesserung der Transparenz erzielt.
- In 17 von 17 transparenten Ländern wurde eine Verbesserung der Transparenz erzielt.
- In 41 von 42 semi-transparenten Ländern wurde eine Verbesserung der Transparenz erzielt.
- In 12 von 13 wenig transparenten Ländern wurde eine Verbesserung der Transparenz erzielt.
- 11 von 11 nicht transparenten Ländern blieben intransparent.
- Daraus ergibt sich betreffend der Transparenzverbesserung: In 95 von 97 Ländern wurde zwischen 2006 und 2012 eine Verbesserung der Transparenz

erzielt. Nur zwei Länder verzeichneten in dieser Periode einen Rückgang an Transparenz (Ägypten und Bulgarien).

#### 4.2.2 *Blasen in Ländern verschiedener Transparenzausprägungen*

JLL unterscheidet bei der Beurteilung der Länder fünf verschiedene Transparenzausprägungen (Score): Highly Transparent: 1.00 – 1.70, Transparent: 1.70 – 2.60, Semi-Transparent: 2.60 – 3.76, Low Transparency: 3.76 – 4.20, Opaque: 4.20 – 5.00. Die nachfolgende Tabelle 3 zeigt einen Ausschnitt aus dem Transparenz-Index (Classic Index/Score) sämtlicher Länder mit einem Transparenz-Scoring von Highly Transparent im Jahr 2012:

<b>JONES LANG LASALLE TRANSPARENCY INDEX, CLASSIC SCORE</b>				
<b>Classic Score</b>	<b>2006</b>	<b>2008</b>	<b>2010</b>	<b>2012</b>
United Kingdom	1.30	1.30	1.20	1.10
United States	1.20	1.20	1.15	1.15
New Zealand	1.32	1.32	1.24	1.19
Australia	1.24	1.24	1.19	1.19
France	1.51	1.51	1.29	1.22
The Netherlands	1.51	1.51	1.42	1.24
Finland	1.86	1.59	1.44	1.27
Switzerland	1.94	1.78	1.51	1.39
Canada	1.62	1.60	1.56	1.46
Hong Kong	1.66	1.66	1.66	1.51
Sweden	1.74	1.74	1.51	1.51
Germany	1.84	1.79	1.57	1.57
Singapore	1.71	1.71	1.71	1.61
Italy	2.19	1.90	1.83	1.68

Tabelle 3 - Highly transparente Länder und deren Entwicklung von 2006-2012

Die vollständige Tabelle samt Einarbeitung der Immobilienblasendaten befindet sich im Anhang 1 dieser Arbeit. Bei der Datenanalyse wurde vereinfachend die bereits in Kapitel 2.9 vorgestellte Immobilienblasendefinition nach Putland, Gavin (2009) herangezogen. Daten zu Ländern, zu welchen ab dem Jahr 2009 keine Aussagen zu Blasen gemacht werden konnten, wurden durch den Autor in der Tabelle durch solche ergänzt, die aus in dieser Arbeit zitierten Quellen vorlagen. In einigen wenigen Fällen erfolgte eine subjektive Einschätzung des Autors zur Frage, ob und in welchen Ländern aktuell eine markante Preissteigerung festzustellen ist und allenfalls eine Preisblase

entstehen könnte. Es folgt eine Zusammenfassung aufgrund der sich präsentierenden Datenlage:

- *Highly transparent:* In 11 von 14 Ländern (78%) gab es eine Immobilienblase, wurde ein beachtlicher Immobilienpreisanstieg von mindestens 6% registriert und in 11 von 14 Ländern erfolgte nach teilweise beachtlichen Preissteigerungen ein markanter Rückgang von Immobilienpreisen und dem BIP. In vier von 14 Ländern könnte derzeit in einzelnen Segmenten eine Immobilienblase entstehen (Einschätzung des Autors).
- *Transparent:* In neun von 17 Ländern (52%) bestand eine Immobilienblase mit einem in der Folge markanten Rückgang der Immobilienpreise und dem BIP. In einem der 17 Länder könnte derzeit in einzelnen Segmenten eine Immobilienblase entstehen (Einschätzung des Autors).
- *Semi-transparent:* In sieben von 42 Ländern (16%) gab es eine Immobilienblase mit einem markanten Rückgang der Immobilienpreise und dem BIP. In drei von 42 Ländern könnte derzeit in einzelnen Segmenten eine Immobilienblase bestehen (Einschätzung des Autors).
- *Wenig transparent:* Keines von 13 Ländern registrierte eine Immobilienblase; keines von 13 wenig transparenten Ländern registrierte einen markanten Rückgang von Immobilienpreisen und dem BIP; in keinem von 13 wenig transparenten Ländern könnte derzeit eine Immobilienblase entstehen (Einschätzung des Autors).
- *Nicht transparent:* In keinem von 11 Ländern gab es eine Immobilienblase und in keinem von 11 Ländern registrierte man einen markanten Rückgang von Immobilienpreisen und BIP. In keinem von 11 nicht transparenten Ländern könnte derzeit eine Immobilienblase entstehen (Einschätzung des Autors).

#### 4.2.3 Zusammenfassung und Interpretation der Erkenntnisse

In 27 von 76 Ländern, die mindestens als ‚semi-transparent‘ eingestuft waren, wurde eine Immobilienblase registriert; was einem Anteil von rund 36 % entspricht. In acht von 76 Ländern (11%) könnte aufgrund verschiedener Einschätzungen (basierend auf in der Arbeit verwendeter Marktumfeldstudien und Medienberichten sowie eigener Einschätzungen) aktuell in einzelnen Segmenten eine Immobilienblase entstehen (Norwegen, Schweiz, Deutschland, Frankreich, USA, China, Indien, Türkei). Sämtliche Länder, in welchen derzeit in einzelnen Segmenten eine Immobilienblase entstehen könnte, sind von JLL mindestens als ‚semi-transparent‘ eingestuft worden.

In allen als ‚wenig‘ oder ‚nicht transparent‘ eingestuften Ländern entstand – und besteht aktuell – keine Immobilienblase. In 59 von 66 als höchstens semi-transparent eingestuften Ländern wurde keine Immobilienblase registriert. Abbildung 5 zeigt den Zusammenhang zwischen Immobilienblasen und Transparenz auf: Bei höherem Transparenz-Mass (weniger transparentes Land) nimmt die Häufigkeit von Immobilienblasen deutlich ab (Blasentyp ‚0‘ bedeutet, dass keine Blase vorhanden ist).

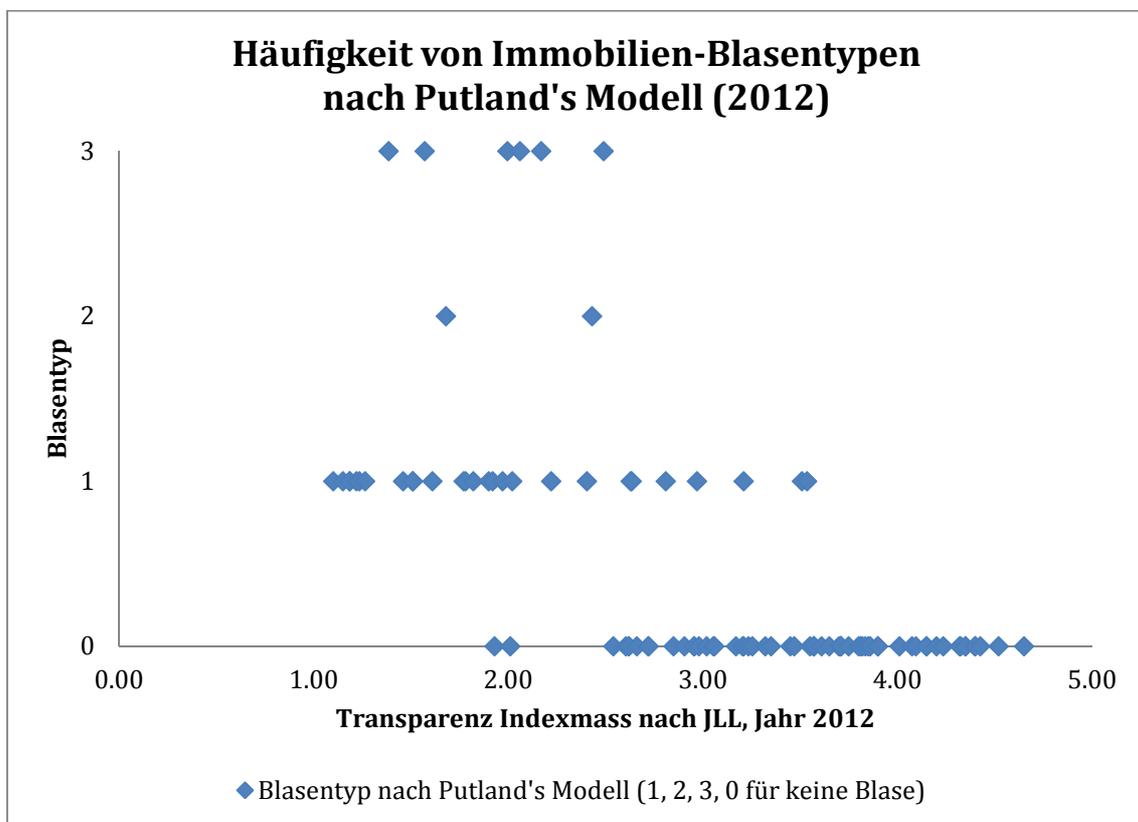


Abbildung 5 - Immobilien-Blasentypen bei verschiedenen Transparenzausprägungen<sup>131</sup>

<sup>131</sup> Eigene Darstellung auf Grundlage der Tabelle in Anhang Nr. 1

Die hier untersuchten Blasenvorkommen in gut einem Drittel der überwiegend als transparent eingestuften Länder lassen mit hoher Sicherheit erkennen, dass Immobilienblasen ausschliesslich in transparenten Märkten auftreten.

#### 4.3 Zusammenhang zwischen Transparenz-Mass und Preiseinbrüchen

##### *4.3.1 Statistische Betrachtung von Transparenz-Mass und Preiszerfall*

Um zu ergründen, wie stark sich eine Immobilienblase auf die Rezession einer Volkswirtschaft auswirkt, kann vereinfachend der maximale Preiszerfall einer platzenden Immobilienblase als Ausgangspunkt herangezogen werden. Im Folgenden wird angenommen, dass mit einem Immobiliencrash mit einem starken Preiszerfall auch schwerwiegende Risiko- bzw. Rezessionsfolgen einhergehen. Dies berücksichtigend wurde versucht, mittels statistischer Analyse einen Zusammenhang zwischen dem Transparenz-Mass und der Heftigkeit eines Preiszerfalls nachzuweisen.

Zu diesem Zweck erfolgte anhand einer Immobilienpreis-Statistik<sup>132</sup> für 30 Länder, in welchen innerhalb der letzten 20 Jahre eine Immobilienpreisblase registriert werden konnte, eine Berechnung der Stärke des Preiszerfalls nach dem Höchststand der Blase (Peak) bis zur Trendwende. Diese prozentual errechneten Preiseinbrüche wurden darauf den verschiedenen Transparenz-Massen der einzelnen Länder gegenübergestellt, was sich grafisch mit folgendem Streudiagramm (Abbildung 6) darstellen lässt:

---

<sup>132</sup> Property Price Statistics Online Datenbank, BIZ; Zugriff vom 13.05.2013

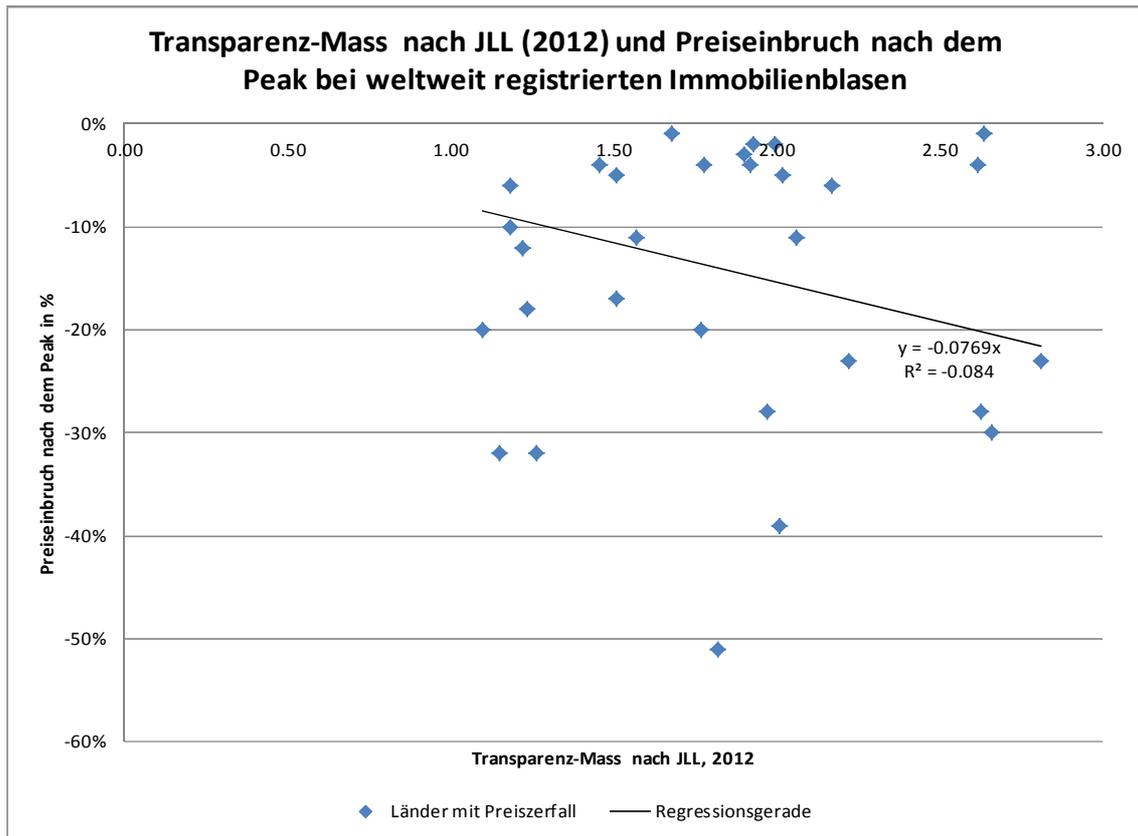


Abbildung 6 - Streudiagramm: Transparenz-Mass und Preiszerfall

Der Korrelationskoeffizient beträgt  $-0,01437326$ , was einem wenig ausgeprägten statistischen Zusammenhang entspricht. Die relativ schwache statistische Ausprägung lässt sich jedoch mit der beschränkten Anzahl Beobachtungen (30 Länder) und der relativ grossen Streuung der prozentualen Preiseinbrüche erklären (-1% bis -51%) und liefert damit ein interessantes Resultat. Die zugrundeliegenden Daten und Berechnungen befinden sich im Anhang 3 der Arbeit.

#### 4.3.2 Interpretation der statistischen Berechnungen

Es zeigt sich bei allen mindestens als ‚semi-transparent‘ eingestuften Ländern, dass zwischen dem Transparenz-Mass und dem prozentualen Preiseinbruch eine negative statistische Beziehung besteht.<sup>133</sup> Demnach ist in relativ weniger transparenten Ländern nach einer Immobilienblase eher mit einem tendenziell heftigeren Preiseinbruch und einer eher stärkeren Rezession zu rechnen als in einem transparenteren Land. Im nachfolgenden Kapitel werden – nebst weiteren zielführenden Fragestellungen – die nun gewonnenen empirischen Erkenntnisse mittels Expertengesprächen hinterfragt.

<sup>133</sup> Aufgrund der negativen Steigung der Regressionsgeraden.

## 4.4 Expertenbefragungen

### 4.4.1 *Expertenbefragungen mittels standardisiertem Gesprächsleitfaden*

Um die Ergebnisse aus dem Grundlagen- und Methodik Teil zu verifizieren, wurden anhand eines standardisierten Gesprächsleitfadens 12 Experten befragt, deren tägliche Praxis bedeutende Transaktionsentscheide oder Bewertungen von Immobilien- oder Immobilienmärkten ist. Die Kurzprotokolle mit den essenziellsten Aussagen befinden sich im Anhang 2 der Arbeit. In der Folge werden nur die Hauptbefunde zusammenfassend wiedergegeben.

### 4.4.2 *Haupterkenntnisse aus den Expertengesprächen*

Die Expertengespräche verliefen sehr dynamisch und im Sinne einer Gesamtübersicht aller tragenden Argumente werden im Folgenden acht Kernaussagen wiedergegeben:

#### **(1) Was ist eine Immobilienblase?**

Wie in Kapitel 2.1 festgestellt wurde, existiert bisher keine allgemeingültige Definition von Immobilienblasen. Grundsätzlich rechnen Marktteilnehmer damit, ihre erworbenen Grundstücke in der Zukunft zu höheren Preisen verkaufen zu können. Vier von zwölf Experten bestätigen, dass für sie die Theorie der Fundamentaldaten im Vordergrund stehe.<sup>134</sup> Die Preise entkoppeln sich in diesem Falle von den Fundamentaldaten und werden vornehmlich durch psychologische Einflüsse bestimmt – nach Shiller wird dieser Zustand „Market Exuberance“ genannt und ist vom Herdenverhalten der Akteure dominiert.<sup>135</sup> 11 von 12 Experten vertreten die Auffassung, dass nur dann von einer Blase gesprochen werden kann, wenn die steigenden Preise durch ein spekulatives Element begründet werden. Eine Immobilienblase geht einher mit beschleunigtem Handel, die Agios bei Fonds werden grösser und die Anleger schätzen die Lage optimistischer ein, als sie in Wirklichkeit ist. Der Vergleich von transaktionsbasierten Indices mit bewertungsbasierten Indices zeigt diesen Sachverhalt deutlich auf und sobald selbst an schlechten Lagen die Bruttorenditen sinken, zeigt sich, dass Überhitzungstendenzen bestehen.<sup>136</sup> Eine solche Entwicklung birgt die Gefahr, dass die

---

<sup>134</sup> Expertengespräche Nrn. 1, 2, 4 und 9

<sup>135</sup> Eingehende (theoretische) Beantwortung in Expertengespräch Nr. 9

<sup>136</sup> Expertengespräch Nr. 2

von den Investoren eingegangenen Risiken nicht mehr korrekt analysiert und eingepreist werden.<sup>137</sup>

Das Platzen einer Blase geht zwingend mit einem unerwarteten, schnellen und markanten Preiszerfall einher. Wenn ein künftiger Markt- und Preisverlust droht, ist mit einer Reduktion des Volksvermögens zu rechnen, was die Behörden zum Handeln veranlasst, um eine mögliche Rezession zu verhindern.<sup>138</sup>

## **(2) Welches sind Haupttreiber von Immobilienblasen?**

Als Treiber der Blasen werden von verschiedenen Experten folgende Kriterien genannt: Günstige Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung, gute Infrastruktur, positive Bevölkerungsentwicklung und Zuwanderung, Wirtschaftswachstum, tiefes Zinsumfeld und damit eng verbunden eine Überliquidität bei den Investoren, Ausbildung des Financial Development, Underperformance des Aktienmarktes/relative Attraktivität anderer Anlageklassen, ein ungenügendes Immobilienangebot, kleinere Haushalte, ein zunehmender Pro-Kopf-Verbrauch an Wohnfläche, demographische Entwicklungen, ungenügende Einpreisung von Risiken, der feste Glaube in den Markt, psychologische Effekte wie Herding, Politik – etwa Limitierung der Verwendung des Bodens (Raumplanung) oder begünstigende steuerrechtliche Rahmenbedingungen.<sup>139</sup>

## **(3) Wird während Immobilienblasen das Marktverhalten angepasst?**

Hierzu ergab sich ein breites Spektrum an Antworten, während einige Unternehmen ihr Marktverhalten überhaupt nicht anpassen (zwei von 12), nutzen andere die hohen Immobilienpreise als Ausgangspunkt einer neuen Strategiedefinition. Weiterentwicklung mit dem Markt als strategischer Entscheid: Die Mobimo AG hat vor wenigen Jahren entschieden, aufgrund des hohen Preisniveaus im Bereich des Stockwerkeigentums vermehrt Anlageobjekte zu behalten (anstelle des reinen Landumschlags via STWEG).<sup>140</sup> Die Mehrzahl der Experten beobachtet Preissteigerungen bei ihren Aktivitäten sehr genau und bezieht diese beim Agieren am Markt bewusst in ihre Entscheidungen mit ein. Besonders reagiert haben die Banken, indem sie sich bei Kreditvergaben selbstregulierenden Massnahmen unterworfen haben.

---

<sup>137</sup> Expertengespräch Nr. 2

<sup>138</sup> Expertengespräch Nr. 9

<sup>139</sup> Expertengespräche Nrn. 2, 5, 6, 8 und 10

<sup>140</sup> Expertengespräch Nr. 8

Kredite werden demnach derzeit nicht mehr allzu aggressiv („bullish“) vergeben.<sup>141</sup> Gleichzeitig wird vornehmlich von der Bankenbranche kritisiert, dass die Behörden in der Regel zu schnell und zu grob in den Markt eingreifen, was regelmässig zu unerwünschten Verzerrungen führe.<sup>142</sup>

#### **(4) Wie erfolgt die Urteilsbildung darüber, ob eine Immobilienblase besteht?**

Die Medien haben laut Experten den grössten Einfluss auf die Urteilsbildung. Wenn die Medien eine Blase vermuten, dann wird das Vertrauen und Verhalten der Marktteilnehmer stetig pessimistischer (höhere Sensibilisierung und eine sich selbst erfüllende Vorhersage/Self-Fulfilling Prophecy in Richtung einer platzenden Blase).<sup>143</sup>

Im Weiteren sind heute sowohl die Behörden (FINMA, SNB, Bundesrat) als auch die Banken mit ihren Research-Abteilungen und die heute sehr spezialisiert arbeitenden Bewertungsunternehmen wichtige Informationsmittler.

Berücksichtigt werden alle relevanten Bereiche und Branchen, Segmente, regionale Entwicklungen, die Verkehrsinfrastruktur, die Einkommensstrukturen/ -entwicklung, Megatrends (Wohnungsgrössen, Demografie etc.), Metropolitanräume, Geschäftsberichte von Immobiliengesellschaften (AG's und Fonds) sowie das Marktverhalten von Kunden (bzw. anderen Akteuren). Der Meinungs austausch unter Kollegen hat einen eher geringen Stellenwert.<sup>144</sup>

#### **(5) Welche Entwicklungen haben die Transparenz in den letzten 10-20 Jahren massgeblich verbessert?**

„Das globale Kapital hat die Immobilien gefunden, ohne Transparenz wäre dieser Schritt nicht möglich geworden.“<sup>145</sup> Das Internet bietet eine nie dagewesene Transparenz in verschiedenen Bereichen an wie etwa die der schnellen Verfügbarkeit von Immobilienpreisen, von Informationen zu Leerstand, Anzahl Baubewilligungen/ Neubauprojekten etc. Zudem haben die Rechnungslegungsvorschriften (IFRS, US GAAP, SWISS FER, Kollektivanlagegesetz etc.) wesentlich zur verbesserten Transparenz im Anlagebereich beigetragen.<sup>146</sup> Heute stehen verbesserte Bewertungsverfahren, allgemein anerkannte Standards (z.B. SIA 113, DCF-Verfahren), informierte

---

<sup>141</sup> Expertengespräch Nr. 1

<sup>142</sup> Expertengespräche Nrn. 1, 6, 8, 9 und 11

<sup>143</sup> Expertengespräche Nrn. 6 und 10

<sup>144</sup> Expertengespräche Nrn. 1, 2, 4, 6, 8 und 10

<sup>145</sup> Expertengespräch Nr. 9

<sup>146</sup> Expertengespräch Nr. 2

Banken und Journalisten, Spezialisierung, sowie eine Professionalisierung im Immobilienbereich zur Verfügung, die einen wesentlichen Einfluss auf die einfache Beobachtung des Marktgeschehens haben.<sup>147</sup> Kritisiert wird aber auch, dass die Immobiliensegmente unterschiedlich transparent sind; etwa das Luxussegment sei äusserst intransparent, während im Büro-, Wohneigentums- und Anlagemarkt grundsätzlich eine sehr hohe Transparenz bestehe.<sup>148</sup>

So notwendig Transparenz für einen funktionierenden Immobilienmarkt auch ist, so entscheidend seien neben der Anwendung und Interpretation von Daten auch die psychologischen Aspekte.<sup>149</sup> Allerdings vermerken kritische Stimmen auch, dass höhere Transparenz „reine Geschichtsschreibung“ sei (mit Bezug auf die massiven Wertebussen 2007 in den USA), welche lediglich die Wirtschaftszyklen abbilde. Mit Erfahrung erkenne man mehr.<sup>150</sup> Als „Geschichtsschreibung“ wurde Transparenz als solche von einem der Experten vor allem deshalb taxiert, weil die Bodenpreise ohnehin stetig steigen müssten, denn wenn ein Grundstück nicht bebaut sei, müsse die Rendite aus dem steigenden Landpreis generiert werden.<sup>151</sup>

#### **(6) Hat erhöhte Transparenz die Erkennung von Immobilienblasen verbessert?**

Einige Experten vertraten die Meinung, dass eine heute deutlich höhere Transparenz die Erkennung von Immobilienblasen nicht verbessert hat. Sie sei lediglich vermehrt in den Medien und unter Kollegen zum Thema geworden.<sup>152</sup> Die höhere Transparenz habe hingegen zu schnelleren Zyklen und zu mehr Volatilität im Markt geführt, denn sie begünstigt – analog zum Aktienmarkt – internationale Investitionen und rasche Anpassungen aufgrund neuer Informationen.<sup>153</sup> Immerhin sehen einige Experten aufgrund der höheren Transparenz „Warnsignale“ und ein gesamtwirtschaftlich erwünschtes „Soft Landing“ scheinbar heute eher erreichbar zu sein.<sup>154</sup> Allerdings ergehen auch zahlreiche Fehlentscheidungen, denn voneinander abweichende Ansichten von so genannten Kompetenzträgern führen dazu, dass auch die Nachfolgerisiken nicht selten falsch eingeschätzt werden. Zudem müssen zur Erkennung von Immobilienblasen

<sup>147</sup> Expertengespräche Nrn. 2, 3 und 5

<sup>148</sup> Expertengespräch Nr. 3

<sup>149</sup> Expertengespräch Nr. 4

<sup>150</sup> Expertengespräche Nrn. 5 und 6

<sup>151</sup> Expertengespräch Nr. 5

<sup>152</sup> Expertengespräch Nr. 2

<sup>153</sup> Expertengespräche Nrn. 2 und 6

<sup>154</sup> Expertengespräche Nrn. 1 und 7

verschiedene Faktoren parallel analysiert und beobachtet werden.<sup>155</sup> Einige Experten sind der Auffassung, dass eine höhere Transparenz inzwischen zu einer besseren Erkennung von Blasen geführt habe. Transparenz sei eine Grundvoraussetzung für eine schnelle Reaktion, zudem ergebe sich die Chance, Immobilienmarkt-Veränderungen überhaupt verfolgen zu können und darauf zu reagieren.<sup>156</sup> Das Résumé: Die eingangs gestellte Frage wurde weder pointiert bejaht noch verneint, sodass Gleichstand (6/6) herrscht.

### **(7) Kann erhöhte Transparenz die Auswirkungen von Immobilienblasen vermindern?**

„Man gewinnt aus jeder Blase wieder neue Erkenntnisse, aber jede Blase ist anders und die Methoden, die zur Bekämpfung bereits vorhanden sind, sind meistens ungeeignet, eine völlig neuartige Blase zu bewältigen.“<sup>157</sup> Die nächste Krise wird aufgrund (finanztechnischer) Innovationen wiederum neue und unerwartete Risiken offen legen. Immerhin sollten nur jene Marktteilnehmer betroffen sein, die sich bewusst solchen Risiken aussetzen.

Diese Auffassung teilt auch Allan Greenspan: „The next crisis will no doubt exhibit a plethora of innovative new assets, some of which will have unintended toxic characteristics that no one can forecast in advance. But if capital and collateral are adequate, losses will be restricted to those equity shareholders who seek abnormal returns but in the process expose themselves to abnormal losses. Taxpayers should not be at risk.“<sup>158</sup>

„Aufgrund fundierter Informationen haben die Marktteilnehmer die Möglichkeit, jederzeit Entscheidungen zu treffen. Transparenz offenbart sinkende oder steigende Gewinne, sodass je nach Informationsgehalt der Markt beschleunigt oder gebremst wird.“<sup>159</sup> Gerade in Zeiten steigender Immobilienpreise werden deshalb Portfolio-Bereinigungen durchgeführt und unterdurchschnittliche bzw. wenig rentable Liegenschaften auf den Markt gebracht.<sup>160</sup> Grundsätzlich kann das Wachstum heute eher mittels staatlicher Eingriffe verlangsamt werden (z.B. durch Verschärfung der

---

<sup>155</sup> Expertengespräch Nr. 11

<sup>156</sup> Expertengespräche Nrn. 8 und 10

<sup>157</sup> Expertengespräch Nr. 12

<sup>158</sup> Greenspan/Mankiw/Stein 2010, S. 244

<sup>159</sup> Expertengespräch Nr. 10

<sup>160</sup> Expertengespräch Nr. 2

Finanzierungsbedingungen für die Eigenheimbesitzer und Eigenmittelvorschriften der Banken oder – wie etwa in den Niederlanden – durch Preisfestlegungen/Caps für Wohneinheiten, Mindestgrößen von Wohneinheiten oder der Aufhebung von Steuerprivilegien), was von Politik und Behörden angestrebt wird.<sup>161</sup> Aufgrund der höheren Transparenz (und der grösseren Volatilität und der schnelleren Zyklen) sei der Impact von Immobilienblasen mitunter höher – jedoch erfolge heute auch die Erholung danach schneller.<sup>162</sup> Ein Experte bringt es auf den Punkt: „Die Risiken von Immobilienblasen können tendenziell besser gehandhabt werden. Aber die Menschen handeln letztlich doch irrational...“<sup>163</sup> Immerhin schätzen die Experten die schädlichen Auswirkungen der Immobiliencrashes heute dank der höheren Transparenz als nicht mehr so hoch ein.<sup>164</sup> Eine Mehrheit von Experten ist der Ansicht, dass die Risiken und Auswirkungen von Immobilienblasen dank hoher Transparenz besser kontrolliert werden können (7/3 bei zwei Enthaltungen).<sup>165</sup>

#### **(8) Vermindert hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen?**

Eine Minderheit der Experten (3) vertritt die Meinung, dass eine erhöhte Transparenz umgehend Voraussagen über die Zukunft erlaube und deshalb die Bildung von Immobilienblasen früher analysiert und mittels vernünftigen Agierens vermindert werde.<sup>166</sup>

Die Mehrzahl der Experten (9) ist hingegen der Meinung, dass eine hohe Markttransparenz die Bildung von Blasen nicht vermindern könne.<sup>167</sup> Die konträrste Äusserung dazu: „Eine höhere Transparenz *fördert* die Bildung von Immobilienblasen.“<sup>168</sup>

Um Immobilienkrisen zu vermindern, müsse auf die Finanzierungsseite von Eigenheimbesitzern sowie der Baubranche – und demnach auf die Refinanzierungsseite der Banken geachtet werden.<sup>169</sup>

---

<sup>161</sup> Expertengespräche Nrn. 1, 2 und 10

<sup>162</sup> Expertengespräch Nr. 7

<sup>163</sup> Expertengespräch Nr. 4

<sup>164</sup> Expertengespräche Nrn. 1, 2, 3, 4, 7, 8 und 10

<sup>165</sup> Dieses Ergebnis stimmt überein mit der Kontrollfrage Nr. 14 des Gesprächsleitfadens, indem die Mehrheit aller Kreuzchen in der Spalte „Vermindert die Bildung von Immobilienblasen“ gesetzt wurden. Sieben von 12 Experten beantworteten die Kontrollfrage.

<sup>166</sup> Expertengespräche Nrn. 1, 3 und 8

<sup>167</sup> Expertengespräche Nrn. 2, 4, 5, 6, 7, 9, 10, 11 und 12

<sup>168</sup> Expertengespräch Nr. 9

<sup>169</sup> Expertengespräch Nr. 12

Diese Aussage findet auch Unterstützung in der Literatur: “To prevent a bubble in the property market and to minimize the adverse impact of declining property prices on bank performance, banks need to be stricter with loan management. Also, various quantitative regulations should be put forward by the supervisory authorities to ensure prudent lending practices regarding the real estate sector.”<sup>170</sup> Diesen Empfehlungen sind die Schweizer Behörden mit den jüngsten Vorsichtsmassnahmen gefolgt (vgl. Kap. 2.6.3). Staatliche Eingriffe stehen jedoch oft von verschiedensten Seiten in der Kritik, denn der Regulator sollte nicht (verzerrend) eingreifen – die Banken hätten andererseits längst von sich aus handeln sollen.<sup>171</sup>

#### 4.4.3 *Abgleich der Expertengespräche mit den empirischen Resultaten*

##### **(a) Zur Erkennung und Abwendung von Immobilienblasen**

Die unabhängig voneinander durchgeführten Gespräche haben ergeben, dass die Experten (6/6) sich nicht einig sind, ob eine hohe Transparenz in einem Land Immobilienpreisblasen besser erkennen lässt. Dies deckt sich einerseits mit den empirischen „ex-post“-Befunden, die innerhalb der letzten 20 Jahre belegen, dass in allen mindestens semi-transparenten Ländern Immobilienblasen existierten und platzten – und auch aktuell jederzeit wieder neu entstehen könnten. Tatsächlich entstanden Immobilienblasen in nicht weniger als 27 von 76 mindestens als semi-transparent eingestuften Ländern.

Wäre die Erkennbarkeit von Immobilienblasen möglich (gewesen), hätten die weltweit auf Immobilienblasen folgenden Rezessionen wohl vermieden werden können, was mit Verweis auf die weltweit grösste registrierte Finanzkrise (2007) bestätigt werden kann (vgl. Kapitel 2.9/Tabelle 2: In 31 Ländern bestand bereits eine „hausgemachte“ Immobilienblase, die in Folge der globalen Finanzkrise geplatzt ist).

Betreffend die Verminderung der Risiken, die von Immobilienblasen ausgehen, vertreten sieben von neun Experten die Meinung, dass Banken und Behörden aufgrund einer hohen Transparenz ein gewisser Spielraum zur Verfügung steht, um mittels Korrekturmassnahmen (diverse Beispiele s. 4.4.2, in Antwort 7) anstelle eines Crashes ein sogenanntes „Soft-Landing“ anzupeilen und rezessive Tendenzen abzuschwächen. Die in Kapitel 4.3 durchgeführte statistische Betrachtung unterstützt diese

<sup>170</sup> Panagopoulos/Vlamiš 2009, S. 306

<sup>171</sup> Expertengespräche Nrn. 8 und 9

Mehrheitsansicht der Experten, indem in Ländern mit geringer Transparenz mit deutlich heftigeren Preiseinbrüchen gerechnet werden muss. In Ländern mit hoher Transparenz fielen die Preiseinbrüche, von wenigen statistischen Ausreissern abgesehen, geringer aus; zwischen hoher Transparenz und Preiseinbrüchen konnte ein Zusammenhang nachgewiesen werden.<sup>172</sup>

Es kann deshalb angenommen werden, dass in den transparentesten Ländern aufgrund der besseren gesamtwirtschaftlichen Übersicht bereits heute eher mit Erfolg korrektiv eingegriffen wird. Als stellvertretende Beispiele für solch optimiertes lenkendes Handeln können aktuell die Schweiz (in Kapitel 2.6.3 beschriebene Aktivitäten von Banken und SNB) oder etwa Shanghai genannt werden, wo anlässlich der bisweilen enormen Immobilienpreissteigerungen einschneidende Gegenmassnahmen zur Anwendung gelangt sind (Kreditverteuerung abgestuft nach Anzahl Baukredite, Minimum-Eigenkapital von bis zu 60%, Forcierung von Sozialwohnungsbau).<sup>173</sup>

Daraus kann das ambivalente Ergebnis bestätigt werden, dass Immobilienblasen nur in mindestens semi-transparenten Ländern entstehen und die rezessiven Folgen für ein relativ transparentes Land mit hoher Wahrscheinlichkeit geringer ausfallen, als für ein weniger transparentes Land.

### **(b) Zur Bildung von Immobilienblasen**

Die Bildung von Immobilienblasen kann mittels hoher Transparenz nicht vermieden werden; so die überwiegende Meinung der Experten (neun von 12). Im Gegenteil – es ist die Transparenz selbst, welche (nationale wie internationale) Investitionen in den Immobilienmarkt erst ermöglicht und damit den Weg für spekulative Übertreibungen ebnet, was im Markt wiederum schnellere Zyklen und grössere Volatilität erzeugt und letztlich über vielfältige psychologische Phänomene Preisblasen ermöglicht. Der Investitionsmarkt suche Transparenz selber, so einer der Experten – Standardisierung und Professionalisierung haben zugenommen, eine Öffnung des Marktes bewirkt und globale Beteiligungen ermöglicht.<sup>174</sup>

---

<sup>172</sup> Es wäre diesbezüglich spannend, in einer separaten Untersuchung zu ergründen, ob in transparenten Ländern mit beobachteten Rezessions-Ausreissern (u.a. UK, USA, Finland, Hong Kong, Dänemark, Holland) ausgebliebene oder misslungene Lenkungsmaßnahmen zu Grunde liegen.

<sup>173</sup> Lee 2010

<sup>174</sup> Expertengespräch Nr. 8

Empirisch konnte diesbezüglich ein starker Kausalzusammenhang aufgezeigt werden, denn Immobilienblasen konnten retro- und prospektiv nur in Ländern beobachtet werden, welche bezüglich ihres Transparenz-Grades mindestens als semi-transparent eingestuft wurden (vgl. Kapitel 4.2). In sämtlichen weniger bzw. nicht transparenten Ländern wurden keinerlei Immobilienblasen registriert und es sind dort – aufgrund der bisher ausgebliebenen Investitionstätigkeit – auch keine zu erwarten.

Die weltweite Immobilienindustrie sieht sich weiterhin – je nach Transparenz-Rating und ökonomischem Geschick – mit einer starken kulturellen Herausforderung konfrontiert: „Find ways to change from the culture of proprietary, secret information, to a culture of openness and market efficiency. The payoffs for the industry could be lower cost of capital, more stable employment levels and more sustainable growth.“<sup>175</sup>

---

<sup>175</sup> Kummerov/Chan Lun 2005

## 5. Schlussbetrachtung

### 5.1 Fazit

Die analytische Betrachtung von Immobilienblasen in verschiedenen Ländern sowie die Auswertung der durchgeführten Expertengespräche haben ergeben, dass zwischen Transparenz und Immobilienblasen ein positiver Kausalzusammenhang besteht.

Ist die Transparenz in einem Immobilienmarkt relativ hoch, so wird (internationales) Kapital angezogen und die Immobilienpreise werden tendenziell volatiler. Dies kann aufgrund von psychologisch getriebenen spekulativen Übertreibungen zu Immobilienblasen führen. Ist der Transparenz-Grad eines bestimmten Immobilienmarktes jedoch gering, so fehlt es an (internationalem) Investitionskapital und Immobilienblasen bleiben gänzlich aus.

Anhand einer empirischen Untersuchung konnte aufgezeigt werden, dass zwischen dem Transparenz-Grad eines Landes und der Heftigkeit des Crashes von Immobilienblasen ein Zusammenhang besteht: Je transparenter ein Land ist, desto geringer ist der beim Zusammenbruch von Immobilienblasen registrierte Preiszerfall. Dies legt den Schluss nahe, dass in den transparentesten Volkswirtschaften Immobilienblasen eher durch ein „Soft-Landing“ abgelöst werden können, sodass tendenziell weniger rezessive Folgen entstehen. In den relativ weniger transparenten Ländern sind dagegen die Auswirkungen von platzenden Immobilienblasen deutlich höher. Mit anderen Worten: Die Chance, Immobilienblasen zu erkennen und abzuwenden, ist in transparenten Ländern grösser.

Neun von 12 Experten bestätigen zudem die empirisch belegten Beobachtungen, dass Immobilienblasen ausschliesslich in transparenten Ländern entstehen können und dass die Blasenbildung an sich nicht verhindert werden kann, ohne dass der Immobilienmarkt von unerwünschten Marktverzerrungen beeinflusst wird. Die zentrale Hypothese dieser Arbeit, ob eine höhere Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen vermindern könne, kann mit obigen Ausführungen widerlegt werden. Hingegen erlaubt eine relativ hohe Markttransparenz, bestehende Immobilienblasen eher zu erkennen und abzuwenden, ohne das Wirtschaftswachstum wesentlich zu beeinträchtigen.

## 5.2 Diskussion

Die im Rahmen dieser Masterarbeit aufgezeigten Kausalzusammenhänge zu Transparenzvorkommen, Blasenbildung- / und Erkennung stellen ein überraschend deutliches Resultat dar. Gegen Immobilienblasen kann seitens der Behörden nichts unternommen werden, ohne dass es zu unerwünschten Verzerrungen im Immobilienmarkt kommt. Jedoch werden von verschiedenen amtlichen Stellen – oft nach langer aufbauschender medialer Berichterstattung – häufig Massnahmen ergriffen, damit die negativen volkswirtschaftlichen Folgen von Immobilienblasen möglichst abgeschwächt werden. Die vorliegende Arbeit hat aufgezeigt, dass in den transparentesten Volkswirtschaften Wirtschaft, Politik und Behörden Immobilienblasen bekämpfen können, wenn sie dies für angezeigt halten. Dabei ist jedoch Zurückhaltung geboten, um den Immobilienmarkt nicht unnötig und voreilig zu schwächen.

Im Sinne einer zukunftsorientierten Betrachtungsweise kann allen Nationen empfohlen werden, die Transparenz in ihren Immobilienmärkten weiter zu verbessern. Heute intransparente Länder würden dadurch das Interesse der internationalen Kapitalströme auf sich lenken, was ihnen ein Wirtschaftswachstum ermöglichen würde. Für viele Schwellenländer wäre dies ein erster fundamentaler Schritt in eine bessere Zukunft. Heute bereits transparente Länder würden ebenfalls von weiteren Transparenzverbesserungen profitieren, indem Wirtschaft, Politik und Behörden eine optimalere Ausgangslage hätten, ihre im Wachstum befindlichen und deshalb volatilen Märkte besser zu analysieren und falls nötig subtil lenkend einzuschreiten.

## 5.3 Ausblick

Ausgehend von den oben gewonnenen Erkenntnissen in dieser Arbeit wäre es von gesamtwirtschaftlichen Interesse, die durch die Blasen- und Rezessionsbekämpfung entstehenden Kosten zu quantifizieren, sodass künftig die am wenigsten einschneidenden Gegenmassnahmen – also ohne Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums – zum Einsatz gelangen.

Interessant wäre in diesem Zusammenhang die Untersuchung, ob in den transparentesten Ländern mit rezessiven Ausreissern konsequent Lenkungsmassnahmen eingeleitet wurden und falls ja mit welchem Ergebnis.

Angesichts der stetig zunehmenden Datenreihen zu Immobilienblasen und Transparenz-Niveaus, wird in rund einem Jahrzehnt die Annahme zutreffen, dass in einzelnen Ländern neue Immobilienblasen registriert werden, sodass ein direkter Vergleich von Transparenz-Niveau und Auswirkungen unterschiedlicher Immobilienblasen in ein und demselben Land möglich wird. Der dadurch gewonnene Überblick könnte dazu beitragen, dass in der Erkennung oder Verhinderung von Immobilienblasen weitere Fortschritte gemacht werden.

## Anhang 1 – Transparency Index, Classic Score (modifiziert durch den Autor)

JONES LANG LASALLE TRANSPARENCY INDEX, CLASSIC SCORE					
Classic Score	2006	2008	2010	2012	Blasentyp nach Putland's Model (1, 2, 3; 0 für keine Blase)
United Kingdom	1.30	1.30	1.20	1.10	1
United States	1.20	1.20	1.15	1.15	1 (Kandidat für akt. Immobilienblase, Einschätzung des Autors)
New Zealand	1.32	1.32	1.24	1.19	1
Australia	1.24	1.24	1.19	1.19	1
France	1.51	1.51	1.29	1.22	1 (Kandidat für akt. Immobilienblase, Einschätzung des Autors)
The Netherlands	1.51	1.51	1.42	1.24	1 Ergänzt durch den Autor
Finland	1.86	1.59	1.44	1.27	1
Canada	1.62	1.60	1.56	1.46	1
Hong Kong	1.66	1.66	1.66	1.51	1
Sweden	1.74	1.74	1.51	1.51	1
Singapore	1.71	1.71	1.71	1.61	1
Denmark	2.08	2.01	1.81	1.77	1
South Africa	2.40	2.37	2.03	1.78	1
Ireland	2.37	2.07	1.97	1.82	1
Belgium	2.13	2.02	1.90	1.90	1
Norway	2.30	2.20	2.01	1.92	1 (Kandidat für akt. Immobilienblase, Einschätzung des Autors)
Spain	2.41	2.31	2.12	1.97	1
Czech Republic	2.69	2.41	2.31	2.02	1
Hungary	3.01	2.81	2.42	2.22	1
Brazil - Tier1	3.41	3.26	2.89	2.41	1 Ergänzt durch den Autor
Greece	3.28	3.28	2.69	2.63	1
South Korea	3.21	3.16	2.91	2.64	1
Russia - Tier1	3.54	3.01	3.01	2.81	1
Slovakia	3.14	3.06	3.06	2.97	1
Bulgaria		3.16	3.21	3.21	1 (aktuelle Verschlechterung der Transparenz)
Slovenia	3.70		3.51	3.51	1
Ukraine	4.04	3.54	3.54	3.54	1
Italy	2.19	1.90	1.83	1.68	2
Taiwan	3.31	2.88	2.58	2.43	2
Switzerland	1.94	1.78	1.51	1.39	3 (Kandidat für akt. Immobilienblase, Einschätzung des Autors)
Germany	1.84	1.79	1.57	1.57	3 (Kandidat für akt. Immobilienblase, Einschätzung des Autors)
Austria	2.10	2.00	2.05	2.00	3 (temporäre Verschlechterung der Transparenz)
Japan	2.55	2.35	2.21	2.06	3
Portugal	2.78	2.48	2.30	2.17	3
Mexico	3.20	3.15	2.96	2.49	3
Malaysia	2.40	2.35	2.08	1.93	0
Poland	2.68	2.28	2.13	2.01	0
Philippines	3.64	3.49	2.88	2.54	0

Highly Transparent

Transparent

Semi-Transparent



Zambia			4.10	0					
Guatemala			4.15	0					
Dominican Republic	4.33	4.35	4.15	0	(temporäre Verschlechterung der Transparenz)				
Honduras			4.20	0					
Tunisia		4.38	4.24	0					
Ghana			4.32	0					
Pakistan	4.50	4.43	4.33	0					
Mongolia			4.35	0					
Iraq			4.35	0					
Algeria	4.83	4.65	4.40	0					
Belarus	4.50	4.50	4.40	0					
Sudan	4.63	4.63	4.43	0					
Nigeria			4.52	0					
Angola			4.65	0					
Total/Summen			97						

Anmerkungen zur Tabelle:

1. Sortierreihenfolge: (1) nach Blasentyp und (2) nach Transparenz-Mass

2. Verarbeitete Quellen:

(1) Datenlieferung direkt von JLL:

Jones Lang Lasalle Transparency Index, Classic Score (2012)

(2) Putland, Gavin (2009);

Internet: <http://blog.lvrg.org.au/2009/06/from-subprime-to-terrigenous-recession.html>

(3) Einschätzungen des Autors von möglichen aktuellen Blasenvorkommen gemäss den zitierten Quellen in Kapitel 2.6

## **Anhang 2 – Gesprächsleitfaden und Zusammenfassungen der Expertengespräche**

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurden insgesamt 12 Expertengespräche mit Vertretern der Schweizer Immobilienwirtschaft geführt. Die Gespräche wurden auf Grundlage des folgenden Gesprächsleitfadens durchgeführt:

### **Expertenfragen zum Thema Immobilienblasen und Transparenz – Gesprächsleitfaden**

1. Was verstehen Sie unter dem Begriff der Immobilienblase?
2. Woran erkennen Sie eine Immobilienblase – welches sind die Haupttreiber?
3. Wann ist es für Sie keine Blase, sondern bloss eine gesteigerte Nachfrage und ein (noch) unzureichendes Angebot?
4. Passen Sie während einer Immobilienblase Ihr Marktverhalten an und wenn ja, wie?
5. Kennen Sie den Schweizer UBS-Bubble-Index? Finden Sie, dass dessen Zusammensetzung sinnvoll vorgenommen wurde?
6. Falls ja, ist er funktionstüchtig und anerkennen Sie ihn als Indikator für eine Blase?
7. Was bedeutet er konkret für Ihr Geschäfts- / Akquisitionsverhalten?
8. Wie stark berücksichtigen Sie bei der Urteilsbildung darüber, ob eine Blase besteht – oder nicht – die entsprechende Berichterstattung in den Medien/unter Kollegen?
9. Jones Lang LaSalle stellt weltweit von Jahr zu Jahr eine stets verbesserte Markt-Transparenz fest. Wie hat die gesteigerte Transparenz in den vergangenen Jahren die Erkennung von Immobilienblasen beeinflusst?
10. Falls es einen Einfluss gab, hat sich die Erkennung von Blasen verbessert, verschlechtert oder blieb sie gleich – und warum ...?
11. Seitdem wir im Immobilienmarkt eine verbesserte Transparenz feststellen; haben sich die Auswirkungen von Immobilienblasen verringert, erhöht oder blieben sie gleich?
12. Welche zentralen Veränderungen der letzten 10-20 Jahre haben die Transparenz im Immobilienmarkt erhöht und weshalb?

13. Wie lässt sich erklären, dass die Finanzkrise der letzten Jahre eine der grössten weltweiten Krisen überhaupt war – und dennoch hat sie bei einem höchst möglichen Informationsgrad (fast) niemand kommen sehen?
14. Auswirkungen einer Transparenzverbesserung auf die Bildung von Immobilienblasen in den nachfolgenden Bereichen (bitte ankreuzen):

<b>Transparenzverbesserung im Bereich von</b>	<b>fördert die Bildung von Immobilienblasen</b> ↓	<b>vermindert die Bildung von Immobilienblasen</b> ↓
1. Immobilienpreisen (Angebotsmieten / Kaufpreise)		
2. besseren Bewertungsverfahren		
3. laufenden Bauprojekten		
4. Neubauvorhaben		
5. Leerständen		
6. Portfolios institutioneller Investoren		
7. von Migrationsbewegungen		
8. Trends in der Vermögensanlage (z.B. Verbriefung von Immobilien in Fonds REITs etc.)		
9. Verschuldung der Privaten		
10. Bubble-Index		
11. Transparency-Index		
12. Wachstum des BSP		
13. Fiskalpolitischen Staatsinterventionen		
14. Geldpolitischen Staatsinterventionen		

15. Vermindert eine hohe Markttransparenz die **Bildung** von Immobilienblasen?

## Liste der teilnehmenden Experten:

<i>Nr.</i>	<i>Datum des Gesprächs</i>	<i>Unternehmen/Institution</i>	<i>Name</i>
1.	14.06.2013	Zürcher Kantonalbank	Hr. H. Stecher
2.	18.06.2013	Verit Investment Mgmt	Hr. Th. Walter
3.	18.06.2013	Losinger Marazzi	Hr. S. Kauz
4.	19.06.2013	Wüst & Partner	Hr. R. Weinert
5.	21.06.2013	Halter	Hr. A. Valsecchi
6.	25.06.2013	Credit Suisse	Hr. C. Rudolf
7.	25.06.2013	Zürich IMRE	Hr. P. von Planta
8.	01.07.2013	MOBIMO	Hr. M. Itten
9.	02.07.2013	KPMG	Hr. B. Seger
10.	10.07.2013	IKEA	Hr. M. Bloemena
11.	12.07.2013	Die Post CH	Hr. J. Haller
12.	15.07.2013	Universität Fribourg	Hr. R. Eichenberger

## 1. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 14.06.2013 mit

Hr. Heinz Stecher, Leiter Immobilien-Dienstleistungen

Zürcher Kantonalbank, 8010 Zürich

**(1) Es gibt nicht „die Immobilienblase“ – man muss nach Regionen und Segmenten unterscheiden.** Eine Blase ist es dann, wenn die Preise spekulativ getrieben steigen und keine fundamental begründbare Entwicklung mehr feststellbar ist. Oft ist dann ein **schneller Handel** feststellbar (vor dem Bundesratsbeschluss in den 90ern).

Heute bestehen in gewissen Segmenten Tendenzen zu Übertreibungen, aber Angebot ist geringer als die Nachfrage. In ZH gibt es relativ wenige Preistreibereien. Zudem hatten wir stets eine grosse Zuwanderung und eine moderate Kreditpolitik.

**Es ist eine Entkoppelung von BIP und Immobilienpreisen zu beobachten. Seit 1.5 Jahren gibt es eine Korrektur.**

Bei den teuren Objekten (anteilmässig ein Mikromarkt von 5%) wurde das Angebot ausgedehnt – und nun ist ein Angebotsüberhang feststellbar. Dieses Missverhältnis wird wieder korrigiert.

**Derzeit verlangsamt sich das Wachstum, es kann ein „Soft Landing“ geben. Dieses wird von der Politik und den Behörden auch angestrebt. Die Banken haben zu dem selbst Massnahmen ergriffen und vergeben die Kredite nicht „bullish“.**

(4) Das Marktverhalten passen wir den wirtschaftlichen Umständen an, irrationales Verhalten wäre Gift. Die FINMA hingegen ist schon viel zu früh aktiv geworden.

(5-8) Beachtet werden die Reports von FINMA, SNB etc. – aber auch eigene Research Dokumentationen. Heute ist alles extrem transparenter, was auch Nachteile haben kann, in gewissen Bereichen erodiert dadurch die Gewinnmarge.

**In den USA gab es keine Gesamtsicht** mehr; es bestand eine extreme Zerlegung/Zersplitterung der Wertschöpfungskette. **Es wurde auf Wachstum hin finanziert**, bis der Crash den Kenntnisstand der Marktteilnehmer veränderte. Heute ist die Situation besser als im 2007, die Akteure hatten damals keine Durchsicht.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen? **Ja.**

(10-13) Tendenziell vermindern alle Transparenz fördernden Verbesserungen die Bildung von Blasen, weil eine frühere Erkennung möglich ist und alle Teilnehmer umgehend informiert sind und daher vernünftig und mit einem hohen Erkenntnisstand agieren können.

## **2. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 18.06.2013 mit

Hr. Thomas Walter, Vorsitzender der Geschäftsleitung

Verit Investment Management, 8034 Zürich

(1) Es ist eine Preisbewegung weg von den Bewertungswerten festzustellen; die Agios bei Fonds werden grösser. Die Anleger schätzen die Lage besser ein, als sie wirklich ist. **Man kann beobachten, dass die transaktionsbasierten Indices höher sind, als die bewertungsbasierten Indices.**

(2) Treiber sind: Liquidität, der Aktienmarkt zeigt ungenügende Performance – und dann investiert man in vermeintlich sichere Immobilien. Lagen, Kategorien und Risiken werden nicht mehr korrekt berücksichtigt.

**Sobald auch an schlechteren Lagen die Bruttorenditen sinken, zeigt sich, dass Überhitzungstendenzen vorhanden sind.**

Derzeit bestehen Übertreibungen, aber keine Blase. Das Marktverhalten wird aber angepasst, es gibt viel **Portfoliobereinigung bei den aktuell hohen Preisen. Nicht**

**performende Liegenschaften kommen auf den Markt.** Bei Projektentwicklungen wird es knapp, denn die Eigentümer schöpfen den Hauptgewinn ab.

Transaktionsbezogene Indices werden bevorzugt. Transparenz wird bevorzugt und immer wieder gefordert, auch im Sinne des Anlegerschutzes. **Mehr Infos bedeutet aber automatisch auch mehr Volatilität in den Märkten.** Die Beurteilbarkeit von Immobilienaktiengesellschaften ist heute sehr breit ausgestaltet.

(10) Die Erkennung von Immobilienblasen hat sich nicht verbessert, es ist mehr ein Thema in den Medien und unter Kollegen aber es gibt immer verschiedene Einflüsse, die zu einem Crash führen.

**(11) Die Auswirkungen von Immobiliencrashes sind heute nicht geringer.** Heute besteht mehr Volatilität im Markt. Aber ein Crash ist nicht unbedingt grösser, denn heute ist die Lage besser beurteilbar.

(12) Die **Rechnungslegungsvorschriften (IFRS, US GAAP, Kollektivanlagegesetz etc.) und die Themen „fair value“ haben viel zu mehr Transparenz beigetragen.** Heute kennt man sogar die Einstandspreise von Immobilieninvestments bei Immobilienaktiengesellschaften (Geschäftsberichte).

Crashes führen in der Regel zu mehr Regulierungen.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen? **Nein.**

**Mehr Informationen ergeben mehr Volatilität – aber die Auswirkungen von Crashes sind heute dank der höheren Transparenz nicht mehr so stark.**

### 3. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 18.06.2013 mit

Hr. Sennen Kauz, Direktor Akquisition

Losinger Marazzi AG, 8005 Zürich

(1) Spekulation auf höhere Preise = Immobilienblase. Dies wird von Spekulanten verursacht, die damit rechnen, ihre Grundstücke zu höheren Preisen verkaufen zu können. Man erkennt es am Leerstand (z.B. Mobimo-Tower, Zürich West). Es gibt aber auch eine gesteigerte Nachfrage von Ausländern, die ihr Geld in der Schweiz anlegen wollen.

**(4) Wir passen unser Verhalten nie an.** Wir berechnen unsere Projekte solide und aufgrund unserer Erfahrung (reine Generalunternehmer-Sicht).

**(9) Das Luxussegment ist total intransparent. Hingegen sind STEWG, EFH, Miete, Büro- und Hotelmarkt etc. heute sehr transparent.**

(12) Internet, Spezialisierung (Bewirtschaftung etc.) hat sich sehr verbessert und trägt zur Transparenzverbesserung bei.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen? **Ja.** Marktsegmentation beachten.

#### **4. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 19.06.2013 mit

Hr. Robert Weinert, Manager

Wüest & Partner AG, 8002 Zürich

(1) Eine Blase ist es dann, wenn die Preise nicht mehr durch fundamentale Faktoren erklärt werden können und **Risiken nicht mehr richtig eingepreist werden** und somit spekulative Tendenzen entstehen.

(4, 5-8) Die Psychologie spielt eine grosse Rolle bei solchen Prozessen. Risiken werden falsch wahrgenommen, es gibt Herding und man folgt blind anderen Anlegern. Dass es aber eine Blase war, weiss man erst im Nachhinein. Hingegen gibt es oft viele Medienberichte, die auf alles einen Einfluss haben können.

Wir sehen Preissteigerungen bei Neubauten – und wir beobachten die Absorptionszeit etc. - mehr einzelne Faktoren werden heute berücksichtigt.

(4) SNB, FINMA, BR sind wichtig – und die Medien – aber auch die Banken sowie die heute sehr spezialisiert arbeitenden Bewerter.

**(9) Transparenz ist notwendig für einen funktionierenden Markt – aber nicht hinreichend.** Wichtig ist dann, wie die Daten angewendet und interpretiert werden etc. – sowie psychologische Aspekte.

**(10) Die Erkennung von Blasen hat sich nicht verbessert.** Das Internetzeitalter, Homegate, Comparis sowie W&P etc. tragen dazu bei, dass mehr Transparenz besteht. Informationen sind heute viel mehr vorhanden, aber es besteht dadurch auch eine **Tendenz zu mehr Volatilität und (schnelleren) Zyklen.**

**(11) Die Risiken von Immobilienblasen können tendenziell besser gehandhabt werden. Aber die Menschen handeln letztlich doch irrational...**

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen? Nicht zwingend. Also eher ein: **Nein.**

### **5. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 21.06.2013 mit

Hr. Alex Valsecchi, Leiter Business Development Zürich

Halter AG, 8005 Zürich

(1) Eine Immobilienblase ist es dann, wenn **spekulativer Bau betrieben wird, wenn also weder Mieter noch Käufer vorhanden sind. Heute sind aber meistens bei Projektbeginn schon die Mieter bekannt.**

(2) Die tiefen Zinsen brachten einen überhitzten Markt. Zudem gingen viele aus den Aktienmärkten hinaus und mussten ihr Geld reinvestieren. Die Zuwanderung hat das seinige dazu getan. Im Mittelland haben wir bereits Leerstände, wegen einer gewissen Überproduktion. Andererseits hat sich die gesellschaftliche Struktur verändert (Doppelverdiener etc.) sowie der m<sup>2</sup>- Verbrauch pro Kopf hat stark zugenommen, was auch immer wieder eine gewisse Ausweitung des Angebotes auslöst.

Die Absorptionszeit in den teureren Segmenten ist gestiegen. Aber eine Blase an sich haben wir nicht.

**(5-8, 9) Die Transparenz beeinflusst die Psychologie der Anleger. Zudem hat schnelles Internet, neue Bewertungsverfahren, informierte Journalisten, Banken, Research, etc. eine grosse Wirkung auf das Marktgeschehen.** Hingegen ist dadurch alles auch volatil geworden. Heute wird vieles viel professioneller geführt und die Masse der Entwickler ist grösser (mehr Konkurrenz).

(9) Das Ganze ist Geschichtsschreibung. Die Bodenpreise müssen immer steigen, denn wenn ein Grundstück nicht überbaut ist, dann muss die Rendite aus dem steigenden

Landpreis kommen. Die Preise sind langfristig gesehen immer gestiegen. Entscheidend ist die Lage.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen? **Nein.**

## **6. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 25.06.2013 mit

Hr. Claudio Rudolf, Managing Director Asset Management, Head Acquisition & Sales  
Credit Suisse AG, 8070 Zürich

(1) „Preisblasen“ gibt es nicht, man muss differenzieren nach Segmenten etc. Es gibt aber die Hypes, so wie in Singapur etc. wo viel schnellere Zyklen herrschen (CH: 10-25 Jahre) oder etwa in Spanien/England/Irland, wo auf Halde gebaut wurde und dann die Nachfrage wegfiel.

(2) Gründe/Auslöser in der CH für Preissteigerungen: Zinssatz (Finanzierung via Banken, Versicherungen), Anstieg der pro Kopf m<sup>2</sup>-Nachfrage, Zuwanderung (bis 60'000 Pers. / Jahr), Politik – **Limitierung der Verwendung des Bodens (RPG etc.) – das ergibt Verzerrungen. Spekulation/Investments als Motiv.**

(5) Meinungsbildung erfolgt über internen Research, Bewertungsunternehmen, Beobachtung der Branchen, Segmente, regionale Entwicklungen, Verkehrsinfrastruktur, Einkommensstrukturen, -entwicklung, Megatrends (Wohnungsgrössen), Nord-CH UBS-Index eher ein Frühwarnsystem, politisches Instrument.

(9) **Höhere Transparenz bringt im Zusammenhang mit Blasen nichts;** als „Geschichtsschreibung“ deklariert (siehe Wertebussen in der USA). Sie bildet lediglich die Zyklen ab. **Mit Erfahrung/Seniorität kann man mehr erkennen....** Transparenz ist hingegen gut für die Anlageentscheide der Akteure.

**Die Behörden sollten mehr auf die Banken zugehen, anstelle von einseitigen Erlassen. Das Marktgeschehen zu beeinflussen wäre nicht ihre Aufgabe.**

**Transparenz = bewirkt höhere (bzw. überhaupt) Volatilität (denn dann sind Daten vorhanden); Analysten haben alle Informationen, dies begünstigt internationale Investitionen und rasche Anpassungen aufgrund neuer Informationen – analog Aktienmarkt.**

(10) Es gibt eine stärkere Sensibilisierung; **Negativprognosen werden häufiger:** negative self fulfilling prophecy (in Richtung einer platzenden Blase).

(12) Viel institutionelles Geld fließt in den Immobilienmarkt, die Bedeutung von Informationen hat zugenommen wie im M&A Markt. **Heute sind Immobilien eine Asset Class vs. Bonds. Die Professionalisierung der RE-Industrie hat einen riesigen Schub ausgelöst.**

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen? **Nein.** Eine höhere Transparenz kann nicht die Krise bewältigen

## **7. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 25.06.2013 mit

Hr. Patrick von Planta, Real Estate Transaction Manager, Mitglied des Kaders, Investment Management & Real Estate, Zurich IMRE AG, 8050 Zürich

(1) CH: Überhitzung und Spekulation → einziger Treiber für Immobiliengeschäfte, zudem heute tiefe Zinsen, mehr Eigenbedarf, Zuwanderung,

(2) Renditen sind gesunken, Nachfrage nach Immobilien ist weiterhin hoch, **Portfolios werden verwässert und derzeit (angesichts der hohen Preise) bereinigt.** Aufwertungen gibt es auch durch Bewertungen (...) Segmente verhalten sich verschieden, man muss unterscheiden.

(5-8) Renditen intern/extern sind heute bekannt (W&P, IAZI, UBS etc.)

(9) **Die Renditenerwartungen der Investoren beeinflussen den Markt; Bewertungen treiben das Ganze.** Die höhere Transparenz erweitert die öffentliche Wahrnehmung und das Interesse, sodass spekulative Aktivitäten zunehmen.

(11) Keinen Einfluss, bezüglich Kontrollorgane (FINMA, SNB, BR) ja, aber die Einzelakteure fragen sich lediglich, welchen Maximalbetrag an Wohneigentum sie sich (aufgrund der Finanzierung durch eine Bank) leisten können.

(12) Die Schätzwertmethoden wurden einem breiten Publikum verfügbar. Heute sind im Investmentbereich die DCF-Methoden vorherrschend, es gab eine grosse Professionalisierung, mehr Standards und die Entwicklung der Immobilienwissenschaft.

(13) Warnsignale sind vorhanden, Problem liegt bei den STWEG, schlechte Objekte gehen nicht mehr.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die **Bildung** von Immobilienblasen?

**Nein, die Volatilität ist höher und die Zyklen sind schneller.** Auch der Impact ist höher – aber auch die Erholung danach erfolgt schneller. Allerdings besteht die Möglichkeit, dass Blasen besser kontrolliert werden können, denn es gibt auch mehr Druck der Öffentlichkeit.

## 8. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 01.07.2013 mit

Hr. Manuel Itten, CFO

Mobimo Management AG, 8700 Küsnacht

(1) Es sind immer (nur) Teilmärkte, die betroffen sind. Mietmarkt, Büro, Regionale Subkriterien. Immobilienblase CH: Nein.

Es gibt eine Überhitzung der Preise im Wohneigentum (SNB), wenn künftig ein Markt-/Preisverlust droht, ist auch mit einer Reduktion des Volksvermögens zu rechnen, daher entsteht ein Interesse einer breiten Bevölkerungsschicht und der Druck der Behörden, zu handeln, um eine Rezession zu verhindern. Konkret CH:

Eigenmittelvorschriften, 30% EK für teurere Wohnungen, Amortisation (geringe Auswirkungen). Die Eigentumsquote ist in der CH enorm gestiegen, heute ist die Finanzierungsseite gut aufgestellt. Viele haben langfristige Zinsverbindlichkeiten = stabil.

(2) **2./3. Wohnung als Investment (Spekulation) von Privaten;** Veränderung der Preisfindung im Markt. Bevölkerungswachstum und Gap Produktion, Zuwanderung gut ausgebildeter Ausländer, geht das so weiter (Verweis auf ZKB Artikel)? Künftig Zuwanderung nicht der höchsten Einkommensschichten.

(4) Je nach Markt wird das Verhalten angepasst; früher Erstellung und Verkauf von STWEG, heute Anteil STEWG reduziert und Strategie angepasst: **Anstelle des Landumschlages via STWEG wird in Anlageobjekte investiert, die man im Portfolio belässt. Weiterentwicklung mit dem Markt.**

(5) Interessante Darstellung, Trends können bestätigt werden.

(9) Markttransparenz ist wichtig, nimmt grundsätzlich zu durch Beobachtungs-Tools von Dritten, aber eine absolute Markttransparenz ist nicht gegeben. Transparenz bestimmt nicht Qualität des Marktes.

Verhaltenssteuerung: 80% Fremdkapital, Tragbarkeit etc. lenken das Verhalten.

**Im 2007 war die Verhaltenslenkung in den USA oder NL falsch!** Transparenz kann helfen, gewisses Verhalten offen zu legen.

(10) **Investitionsmarkt sucht Transparenz selber, Standardisierungen** haben zugenommen, DCF, SIA 213; hingegen regulatorisch ist oft kontraproduktiv. Im Kern fand im Immobilienmarkt seit 2001 eine **Professionalisierung** statt; es gibt Asset-Manager, Portfolio-Manager, Indices, Analysten – all dies hat zugenommen, eine Öffnung des Marktes bewirkt und globale Beteiligungen ermöglicht.

Transparenz ist eine Grundvoraussetzung zur Reaktion (zwingend). Es ergibt sich dadurch die **Chance, besser Immobilienmarkt-Veränderungen zu verfolgen und darauf zu reagieren. Allerdings reagieren die Behörden oft falsch oder zu heftig (Verzerrungen)**

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die **Bildung** von Immobilienblasen? **Ja**, mehr Voraussagen möglich.

### **9. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 02.07.2013 mit

Hr. Beat Seger, Director, Advisory Real Estate  
KPMG, 8026 Zürich

**(1) Blasen werden durch die Exuberance definiert, also das rein spekulative Motiv (Gier).** Unterstützend wirken vor allem die Volatilität in anderen Märkten, tiefes Zinsniveau und Zuwanderung. Daher steigt die Nachfrage nach Immobilien. "

Die von Robert Shiller beschriebene Market Exuberance charakterisiert einen Zustand, in dem sich Fundamentaldaten und Preise entkoppeln. Die Preise werden hierbei vornehmlich durch psychologische Einflüsse determiniert und basieren nicht mehr auf einem Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Der irrationale Überschwang

geht häufig mit einem Herdenverhalten der Akteure einher, was die Volatilität von Anlageobjekten stark erhöht.

Die Irrationalität des Verhaltens lässt sich leider häufig nur ex post mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit identifizieren. Solange die Marktakteure Immobilien kaufen und die Preise ansteigen, ist es auch für gut informierte Marktteilnehmer rational, weiter in Immobilien zu investieren. Die durch psychologische Ursachen determinierte Trendwende (Platzen der Blase) erfolgt schnell und lässt den Marktakteuren kaum Zeit zu handeln. Mögliche Hinweise auf eine Phase irrationalen Überschwangs stammen aus der Beobachtung eines steilen Preisanstiegs, ohne dass dieser durch Fundamentaldaten begründet werden könnte.

Bei den Fundamentaldaten ist zwischen angebotsseitigen und nachfrageseitigen Parametern zu differenzieren.

Die wichtigsten Treiber auf der Nachfrageseite sind:

- tiefe Zinsen /tiefe Finanzierungskosten
- anhaltende Einwanderung und die damit einhergehende positive Bevölkerungsentwicklung
- positive Einkommens- und Beschäftigungsentwicklungen
- Veränderungen in der Haushaltsstruktur (kleinere Haushalte; mehr Fläche pro Person)
- Veränderungen in der Demografie
- Situation auf den Kapitalmärkten/ Relative Attraktivität von anderen Anlageklassen

Gleichzeitig ist auf der Angebotsseite insgesamt eine erhöhte aber keine überschüssende Bautätigkeit festzustellen.

Das Marktergebnis aus Angebot und Nachfrage signalisiert weiterhin steigende Preise, was die aktuelle Marktsituation reflektiert. Es ist daher keine Entkoppelung zwischen Fundamentaldaten und Preisentwicklung festzustellen. Wir rechnen aufgrund einer leicht abgeschwächten Zuwanderung, eines nur noch moderaten Realeinkommenswachstums, strikteren Finanzierungsregeln und einer höheren

Zurückhaltung der Investoren insgesamt mit einer moderaten Abflachung des Preiswachstums, aber noch nicht mit einer eigentlichen Trendwende.

Zur Messung einer möglichen Entkopplung können verschiedene Kennzahlen herangezogen werden, wobei das jeweilige Immobiliensegment zu berücksichtigen ist:

- Fertiggestellte Wohnungen in Relation zum Bevölkerungswachstum
- Bauinvestitionen Hochbau in Relation zum BIP
- Einwanderungszahlen des BFS
- Flächenkonsum pro Haushalt des BFS
- Zinsen und Wachstum der Hypothekarkredite
- Eigenheimpreise zu Jahresmieten /Preis-/Einkommensverhältnis
- Anzahl Handänderungen als Indikator für spekulative Käufe
- Aktueller Preisanstieg im historischen Vergleich (Zeitreihenanalyse und andere statistische Modelle)
- Yield Spread (Differenz zwischen Renditen für Immobilienanlagen und risikofreier Zinssatz)

Nichtsdestotrotz muss die aktuelle Situation trotz grundsätzlich intakter Fundamentaldaten mit Vorsicht betrachtet werden. Die übermässige Liquidität veranlasst zu einer erhöhten Allokation in Immobilien, was die Preise für Immobilien in die Höhe treibt. Eine abrupte Zinswende hätte stark negative Auswirkungen auf die Immobilienpreise.

(5-8) Der UBS-Bubble Index ist ein „Marketinginstrument“, z.B. das Verhältnis von Kaufpreisen vs. Mietpreisen ist kein guter Indikator, denn die **Mietpreise sind aufgrund des Mietrechts nicht dynamisch und hinken daher den Transaktionspreisen hinterher**. Oder betreffend der Einkommen: Bergregionen haben eher niedrige Einkommen verglichen mit den Städten – jedoch die Käufer in den Bergregionen kommen eher aus höheren Einkommensschichten, ein Vergleich geht hier fehl.

(8) Die Medien haben einen grossen Einfluss auf die Meinungsbildung.

(11) Der Regulator sollte nicht eingreifen müssen, **Banken hätten längst selbst handeln müssen**.

(12): Internet ist die Grundlage, die **Verbindung von Kapital- und Immobilienmarkt hat einen enormen Zuwachs gebracht. „Das globale Kapital hat die Immobilien gefunden...“ – ohne Transparenz wäre dieser Schritt nicht möglich geworden.**

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die Bildung von Immobilienblasen? **Nein.**

Auf die Erkennung: kein Einfluss, auf die Bildung: kein Einfluss;  
eine höhere Transparenz fördert die Bildung von Immobilienblasen.

### **10. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Gesprächs vom 10.07.2013 mit

Hr. Mark Bloemena, Leiter Expansion & Property

IKEA AG, 8957 Spreitenbach

(2) Treiber sind eine starke Wirtschaft, **gute Infrastruktur** und Glaube in den Markt: **Man kann die Pläne der Behörden besser verfolgen. Frage ist in casu, ob die rechtlichen Rahmenbedingungen lange genug stabil bleiben oder nicht.** Bsp. NL: Bleibt die Abzugsfähigkeit der Hypothekarkreditzinsen an den Steuern in Zukunft bestehen oder nicht? Weitere Treiber: Finanzierungssystem, Euphorie (Spekulationsabsichten).

(5-8) **Wenn die Medien eine Blase vermuten, dann wird das Vertrauen und Verhalten der Marktteilnehmer über die Zeit hinweg gesehen pessimistischer (self-fulfilling prophecy).**

(10) **Die Chance, Immobilienblasen zu erkennen, ist dank höherer Transparenz besser, weil man die Marktbewegungen überhaupt erst beobachten kann.** Die Medien spielen eine grosse Rolle.

(11) Staat kann eingreifen mit Preisfestlegungen/Caps oder Mindestgrössen von Wohneigentum etc. um die Spekulation einzudämmen – dies verknappt jedoch das Angebot künstlich weiter und hebt die Preise sogar weiter an.

In den NL waren Immobilieninvestitionen ein Hype, „jedermann“ war daran beteiligt.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die **Bildung** von Immobilienblasen?

**Nein. Aber die Marktteilnehmer haben die Möglichkeit, jederzeit Entscheidungen aufgrund fundierter Informationen zu treffen. Transparenz macht Gewinne sichtbar – je nachdem wird der Markt aufgrund der Informationen beschleunigt oder gebremst (sinkende oder steigende Gewinne).**

### **11. Expertenaustausch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Schriftwechsels vom 12.07.2013 mit

Hr. Jürg Haller, Leiter Akquisition & Handel, Post CH AG, Immobilien, Portfoliomanagement, Akquisition & Handel, 3030 Bern

(1) Eine Immobilienblase ist eine Blase mit Spekulationscharakter über einen gesamten, bereichspräzisen (z. Bsp. Wohneigentum) Immobilienmarkt mit einer eklatanten Übersteigerung der Immobilienwerte, welcher anschliessend durch drastische Senkung wieder reguliert wird.

(2) Um eine Blase zu erkennen, muss man viele Indikatoren gemeinsam berücksichtigen, nicht isoliert nur die Preis- oder die Kreditentwicklung.

(3) *Heute* besteht eine gesteigerte Nachfrage und noch unzureichendes Angebot feststellbar]

(4) Eigentlich nicht, denn die Marktbearbeitung direkt zeigt allfällige Tendenzen auf.

(5) Nur am Rande. Die Zusammensetzung der verschiedenen Parameter ist sicher eine Variante, um den Trend aufzuzeigen. Ich würde den Faktor des Vergleichs zum Haushaltseinkommen nicht berücksichtigen, meines Erachtens ist dort eine

Ankoppelung im Trend. Die äusserst tiefen Hypo-Zinssätze trügen. Ich bin immer ein wenig zurückhaltend damit, ob solche Angaben überhaupt gesamtschweizerisch präsentiert werden können, weshalb dieser für mich lediglich einen informativen Charakter hat.

(6) Der UBS-Bubble-Index ist sicher funktionstüchtig, aber nur den UBS Bubble-Index alleine anzuerkennen, wäre zu einfach! (Siehe auch Punkt 5). Dieser Index ist eher kompliziert und kann meines Erachtens nicht flächendeckend wahrgenommen werden. Analysen zur Bautätigkeit, zur Preis- bzw. Mietpreisentwicklung und Belastung der Wohnkosten sowie zur Wohnungsbestandsentwicklung in verschiedenen Teilmärkten sind da eher aussagekräftiger.

(7) Der UBS-Bubble-Index kann im Vorfeld der Festlegung der Zielgruppen Anzeichen über das künftige Verhalten von potentiellen Käufern oder Indizien für bevorstehende Verhandlungen geben, aber wie gesagt, lediglich am Rande, denn ich lasse mich nicht gerne von der Theorie leiten.

(8) Nicht sehr stark, ich bilde mir meine eigene Meinung und das **Marktverhalten der Kunden zeigt mir mehr auf, als Statistiken und Trends von künftigen Parametern.**

(9) Meiner Meinung nach nicht sehr einflussreich, wenn man die Geschehnisse in den USA mit den involvierten Banken vor 5/6 Jahren analysiert.

(10) Sie blieben eher gleich; man hat ja auch die weltweite Finanzkrise nicht erkennen können.....

(11) Ich denke, die blieben eher aus!

(12) Die Darstellung relevanter Marktparameter sowie die leicht zugänglichen Marktinformationen → Grundlagen für Entscheidungen im Investitionsbereich.

(13) Die Regulierer haben zahlreiche potentielle Krisenherde nicht immer im Griff. Es gibt **zu viele Ansichten von Kompetenzträgern** und zudem vertrete ich die Meinung, dass wir die **Nachfolgerisiken häufig falsch einschätzen**. Weiss man genau, wie das System auf Konkurs und Schuldenanhäufung reagieren wird? → nein, denn auch da

teilen sich die Meinungen. Etliche „kompetente“ Keyplayer sprechen völlig differenziert: Keine Blase in Sicht/es wird Blasen geben, die wir nicht erkennen/die Krise ist vorbei/etc.

(14) Punkte 1-13 wurden als „vermindernd“ deklariert, Punkt 9 wurde mit „fördernd“ bewertet.

Es ist zu präzisieren, dass diese Faktoren die Bildung von Immobilienblasen fördern/vermindern KÖNNEN jedoch einzeln nicht die nötige Einflusskraft haben. Um Blasen erkennen zu können, müssen mehrere Punkte parallel analysiert und beobachtet werden.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die **Bildung** von Immobilienblasen? **Nein.** Trotz aufbauender Transparenz sind wir heute nicht in der Lage, Immobilienblasen rechtzeitig zu erkennen...

## **12. Expertengespräch zum Thema Immobilienblasen und Transparenz**

Zusammenfassung der Hauptaussagen des Expertengesprächs vom 15.07.2013 mit

Hr. Prof. Dr. Reiner Eichenberger, Professur für Finanz- und Wirtschaftspolitik  
Universität Fribourg, 1700 Fribourg

(9) Die Erkennung von Immobilienblasen ist kaum möglich und gestaltet sich trotz (heute) höherer Transparenz auch nicht einfacher, denn man weiss jeweils erst im Nachhinein, dass es eine Blase war. **Man gewinnt aus jeder Blase wieder neue Erkenntnisse, aber jede Blase ist anders und die Methoden, die zur Bekämpfung bereits vorhanden sind, sind meistens ungeeignet, eine völlig neuartige Blase zu bewältigen.**

**In transparenten und offenen Kapitalmärkten steigt die Preis-Volatilität an** und eine plötzliche unerwartete Überraschung (ein Ereignis, womit der Markt nicht gerechnet hat) kann die Blase zum Platzen bringen. Zudem zieht der aktive, schnell

drehende Markt neue/weitere (teilweise) unerfahrenere Marktteilnehmer an, die den spekulativen Preissteigerungsprozess weiter begünstigen.

**Ausbildung des „Financial Development“:** Wichtig ist die Finanzierungsseite MIT Leveraging etc., wobei die Deckung der Verbindlichkeiten seitens der Banken von zentralem Interesse ist. **In nicht-transparenten Märkten sind die Finanzierungsmöglichkeiten kaum vorhanden.** Derzeit wird keine markante Zinserhöhung erwartet.

**Zuwanderung ist bereits in den Verkaufspreisen eskomptiert<sup>176</sup>, also eingepreist.** Heute gibt es einen höheren Immobilienkonsum (in m<sup>2</sup>), die Ausbaustandards sind über die Zeit gesehen verschieden. Indices über viele Jahre sind daher nicht 100% vergleichbar.

**Schlussfrage:** Vermindert eine hohe Markttransparenz die **Bildung** von Immobilienblasen? **Nein.**

---

<sup>176</sup> Zur Bedeutung: Im Preis vorweggenommene Entwicklungen guter oder schlechter Nachrichten.

### Anhang 3 – Transparenz-Mass und Preiszerfall

Grundlagen und Berechnungen

#### A. Tabelle Transparenz-Mass – Preiszerfall

(Basis der Regressionsanalyse):

<b>JONES LANG LASALLE TRANSPARENCY INDEX, CLASSIC SCORE (modifiziert durch den Autor)</b>			
<b>Classic Score</b>	<b>2012</b>	Preiszerfall ausgewählter Immobilienpreise vom Peak bis zur Trendwende	Tabellen- Code
United Kingdom	1.10	-20%	Q:GB:3:1:0:2:0:0
United States	1.15	-32%	Q:US:0:1:1:2:0:1
New Zealand	1.19	-10%	Q:NZ:0:1:0:3:0:0
Australia	1.19	-6%	Q:AU:2:1:1:1:0:0 / Q:AU:4:1:1:1:0:0
France	1.22	-12%	Q:FR:0:2:2:3:0:0
The Netherlands	1.24	-18%	Q:NL:0:1:1:1:0:0
Finland	1.27	-32%	Q:FI:0:1:1:1:1:0
Canada	1.46	-4%	M:CA:0:4:2:1:1:0
Hong Kong	1.51	-17%	M:HK:0:1:0:1:1:0
Sweden	1.51	-5%	Q:SE:0:1:0:1:0:0
Germany	1.57	-11%	A:DE:0:1:1:2:1:0
Italy	1.68	-1%	H:IT:0:1:0:0:1:0
Denmark	1.77	-20%	Q:DK:0:2:0:1:0:0
South Africa	1.78	-4%	M:ZA:0:2:0:2:0:1
Ireland	1.82	-51%	M:IE:0:1:0:1:0:0
Belgium	1.90	-3%	Q:BE:0:1:1:0:0:0
Norway	1.92	-4%	A:NO:0:1:0:0:0:0
Malaysia	1.93	-2%	Q:MY:0:1:0:0:0:0
Spain	1.97	-28%	Q:ES:0:1:0:1:1:0
Austria	2.00	-2%	Q:AT:1:1:0:0:1:0
Poland	2.01	-39%	A:PL:0:2:0:1:1:0
Czech Republic	2.02	-5%	Q:CZ:0:2:1:1:3:0
Japan	2.06	-11%	Q:JP:3:L:1:4:1:0
Portugal	2.17	-6%	M:PT:0:1:0:2:1:0
Hungary	2.22	-23%	Q:HU:0:1:0:1:1:0
China - Tier1	2.62	-4%	M:CN:2:8:1:1:1:0
Greece	2.63	-28%	Q:GR:0:8:0:0:0:0
South Korea	2.64	-1%	M:KR:0:1:0:2:0:0
Romania	2.66	-30%	Q:RO:0:1:0:1:0:0
Russia - Tier1	2.81	-23%	Q:RU:9:1:1:1:1:0

**B. Tabelle Berechnung Preiszerfall (Detaildaten):**

Land	Peak-Datum	Peak-Wert Blase	Datum tiefster Wert nach Peak	Tiefster Wert nach Peak	Preiszerfall in % (gerundet)
United Kingdom	2007	184	2011	172	-20%
United States	2006	201	2011	136	-32%
New Zealand	2010	1'519	2009	1'372	-10%
Australia	2008	131	2009	124	-6%
France	2008	262	2010	231	-12%
The Netherlands	2008	106	2013	87	-18%
Finland	2008	116	2009	109	-32%
Canada	30.09.2008	104	30.06.2009	100	-4%
Hong Kong	30.06.2008	127	31.12.2008	105	-17%
Sweden	2008	500	2009	475	-5%
Germany	1995	108	2006	96	-11%
Italy	2008	114	2009	113	-1%
Denmark	2007	106	1012	84	-20%
South Africa	31.05.2008	359	30.04.2009	343	-4%
Ireland	30.09.2007	131	31.03.2013	64	-51%
Belgium	2008	130	2009	125	-3%
Norway	2007	13'004	2008	12'453	-4%
Malaysia	2008	182'050	2008	178'632	-2%
Spain	2008	2'101	2013	1'591	-28%
Austria	2007	114	2008	112	-2%
Poland	2007	1'510	2008	928	-39%
Czech Republic	2008	134	2010	127	-5%
Japan	2008	84	2012	75	-11%
Portugal	30.09.2010	111	31.03.2013	104	-6%
Hungary	2007	188	2012	145	-23%
China - Tier1	30.04.2011	102	29.02.2012	98	-4%
Greece	2008	102	2012	74	-28%
South Korea	31.05.2012	103	31.03.2013	102	-1%
Romania	2009	103	2012	72	-30%
Russia - Tier1	2010	59'997	2011	46'162	-23%
Anzahl Länder					30

**Anmerkungen zu Tabellen A und B:**

1. Sortierreihenfolge: Nach Transparenz-Mass JLL (2012)

2. Verarbeitete Quellen:

(1) Property Price Statistics, erhoben von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Daten online abgerufen am 13. Mai 2013

(2) Datenlieferung in Excel direkt von JLL:  
Jones Lang Lasalle Transparency Index, Classic Score (2012)

## Berechnungen

**Regressionsanalyse - Berechnung mit Microsoft Excel:**

AUSGABE: ZUSAMMENFASSUNG								
<i>Regressions-Statistik</i>								
Multipler Korrelationskoeffizient	0.035386175							
Bestimmtheitsmaß	0.001252181							
Adjustiertes Bestimmtheitsmaß	-0.035738479							
Standardfehler	0.50061001							
Beobachtungen	29							
ANOVA								
	<i>Freiheitsgrade (df)</i>	<i>Quadratsummen (SS)</i>	<i>Mittlere Quadratsumme (MS)</i>	<i>Prüfgröße (F)</i>	<i>F krit</i>			
Regression	1	0.008483483	0.008483483	0.033851285	0.85539836			
Residue	27	6.76648031	0.250610382					
Gesamt	28	6.774963793						
	<i>Koeffizienten</i>	<i>Standardfehler</i>	<i>t-Statistik</i>	<i>P-Wert</i>	<i>Untere 95%</i>	<i>Obere 95%</i>	<i>Untere 95.0%</i>	<i>Obere 95.0%</i>
Schnittpunkt	1.838803134	0.140866234	13.05354084	3.53353E-13	1.5497695	2.12783677	1.549769497	2.127836771
	-0.2	-0.130719703	-0.183987186	0.855398362	-1.58850968	1.32707028	-1.588509684	1.327070277

**Korrelation - Berechnung Microsoft Excel:**

	<i>Spalte 1</i>	<i>Spalte 2</i>
Spalte 1	1	
Spalte 2	-0.01437326	1

**Kovarianz - Berechnung Microsoft Excel:**

	<i>Spalte 1</i>	<i>Spalte 2</i>
Spalte 1	0.24435933	
Spalte 2	-0.00091633	0.01663289

## Literaturverzeichnis

- Årebo, I. M. (2012): Ein Immobilienboom scheinbar ohne Ende. Häusermarkt in Norwegen, in: Neue Zürcher Zeitung, 27.12.2012, Onlinezugriff vom 21.01.2013, o.S.
- Barnetta, I./Gerber, D. (2011): Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes – und die Rolle des Staates, in: Die Volkswirtschaft, das Magazin für Wirtschaftspolitik, (Hrsg.) Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) und Eidg. Volkswirtschaftsdepartement (EVD), Ausgabe Nr. 5, Bern 2011, S. 54-58
- Bericht zur Finanzstabilität der SNB (2012), Schweizerische Nationalbank, Finanzstabilität, Zürich 2012
- Boschetti, A. (2007): Immobilientransaktionen, Mögliche Wege zur Erhöhung der Transparenz im Schweizerischen Immobilienmarkt, Master Thesis am Center for Urban & Real Estate Management, Zürich 2007
- Dreger, C./Kholodilin, A. (2013): Zwischen Immobilienboom und Preisblasen: Was kann Deutschland von anderen Ländern lernen? Immobilienmärkte im internationalen Vergleich, in: DIW Wochenbericht, (Hrsg.) Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V., Ausgabe Nr. 17, Berlin 2013, S. 4-10
- Dunsch, J. (2012): Schweizer Immobilien werden zum Risiko. Dauerhafter Preisanstieg, in: Frankfurter Allgemeine, 06.11.2012, Onlinezugriff vom 25.05.2013, o.S.
- Eichholtz, M./Gugler, N./Kok, N. (2010): Transparency, Integration, and the Cost of International Real Estate Investments, in: J Real Estate Finan Econ (2011), Heidelberg 2010, [online publiziert], S. 152-173
- Enderle, M. (2009): Verbesserte Markttransparenz durch Immobilienportale im Internet, in: Brunner, M. (Hrsg.) Kapitalanlage mit Immobilien, Produkte – Märkte – Strategien, Wiesbaden 2009, S. 361-376

- Eustermann, P. (2010): Behavioural Finance, Private Equity und Asset Price Bubbles – Implikationen für Finanzsystemstabilität und Geldpolitik. Zugl. Diss. Universität Bayreuth, (Hrsg.) Schriftenreihe der Forschungsstelle für Bankrecht und Bankpolitik an der Universität Bayreuth 2010
- Financial Stability Report (2013), Schweizerische Nationalbank, Finanzstabilität, Zürich 2013
- Frangulidis, A./Meier P. (2013): Schweizer Immobilienpreise steigen langsamer – Meinung und Prognose, in: Immobilien aktuell, Ausgabe Mai 2013, S. 3, (Hrsg.) Zürcher Kantonalbank, Financial Engineering, Immobilien, Zürich 2013
- Gantenbein, P. (1999): Die Institutionen des schweizerischen Immobilienmarktes - Eine Analyse unter dem Transaktionsaspekt mit Vorschlägen zur Steigerung der Markteffizienz, Zugl. Diss. Universität St. Gallen 1999
- Gantenbein, P. (2009): Von Immobilien und Finanzkrisen - Wirtschaftskrise, in: Uni Nova, Wissenschaftsmagazin der Universität Basel, Nr. 113, (Hrsg.): Universität Basel 2009, S. 7-9
- Gromer, C. (2012): Die Bewertung von nachhaltigen Immobilien, Immobilien und Immobilienmarkt, Wiesbaden 2012
- Hatt, A. (2011): Konzeption eines Erklärungsmodells zur Preisblasenbildung bei Stockwerkeigentum in der Stadt Zürich. Zugl. Masterthese CUREM/Universität Zürich 2011
- Hettrich, S./Hilzenbecher, U. (2010): Zuverlässigkeit von Indices und Markterhebungen zur kurzfristigen Zukunftseinschätzung am Beispiel des institutionellen Investmentmarktes (Immobilien) – 2 Jahre Erfahrung aus einer monatlichen Konjunktüreinschätzung, in: Erfolgreiches Management, Herausforderungen an das Management, (Hrsg.) Berndt R., Berlin 2010, S. 191-212
- Holzhey, M./Saputelli, C. (2012), UBS Swiss Real Estate Bubble Index: 3. Quartal 2012 (Hrsg.) UBS, CIO WM Research, Zürich 2012

- Hwang Smith, M./Smith, G.(2006): Bubble, Bubble, Where's the Housing Bubble?,  
Brookings Papers on Economic Activity (EPEA), 1:2006, Brookings Institution  
Press, Washington DC, Online verfügbar unter: [http://www.jstor.org/  
stable/40930484](http://www.jstor.org/stable/40930484), Onlinezugriff vom 26.03.2013
- Immo-Monitoring (2011), Ausgabe 1, Kapitel 3, Preisblase: Gefahr für die Schweiz?  
(Hrsg.) Wüst & Partner, Zürich 2011, S. 37-45
- Immo-Monitoring (2013), Ausgabe 1, Kapitel 3, Ist die Schweiz ein Sonderfall? (Hrsg.)  
Wüst & Partner, Zürich 2013, S. 39-43
- Irle, M. (2010): Preisblasen in Wohnimmobilienmärkten. Eine Betrachtung aus Sicht  
der Behavioral Finance; Zugl. Diss., Technische Universität Darmstadt, Köln 2010
- Kauffmann, M. (2013): Die Angst vor der Blase. Immobilienmarkt Singapur, in: Neue  
Zürcher Zeitung, 21.01.2013, Onlinezugriff vom 21.01.2013, o.S.
- Kindleberger, C. P./Aliber, R. Z. (2011): Manias, Panics, and Crashes, A History Of  
Financial Crises, Sixth Edition, Basingstoke, Hampshire/New York 2011
- Kolb, R. W. (2011): The Financial Crisis of Our Time, New York 2011
- Lai, R./Van Order, R. (2010): Momentum and House Price Growth in the United States:  
Anatomy of a Bubble, Real Estate Economics, 38, Issue 4, (Hrsg.) American Real  
Estate and Urban Economics Association, Tallahassee 2010, S. 753-773
- Lanz, M. (2013a): Bundesrat greift zum Zweihänder. Überhitzter Immobilienmarkt, in:  
Neue Zürcher Zeitung, 14.02.2013, Onlinezugriff vom 25.05.2013, o.S.
- Lanz, M. (2013b): Der Antizyklische Kapitalpuffer ist keine Konjunkturbremse.  
Makroprudentielle Massnahmen, in: Neue Zürcher Zeitung, 27.02.2013,  
Onlinezugriff vom 25.05.2013, o.S.
- Lanz, M. (2013c): Die Schweiz ist reif für eine Immobilienkrise. Demografie und  
Immobilienpreise, in: Neue Zürcher Zeitung, 16.01.2013, Onlinezugriff vom  
16.01.2013, o.S.

- Luchsinger, C./Marmet, D. (2013): Rückläufige Zuwanderung bringt Entspannung bei den Immobilienpreisen; Dossier – Zuwanderung und Immobilienmarkt, in: Immobilien aktuell, Ausgabe Mai 2013, (Hrsg.) Zürcher Kantonalbank, Financial Engineering, Immobilien, Zürich 2013, S. 6-11
- Martel, A. (2012a): Die Preise klettern munter weiter. Antizyklischer Kapitalpuffer, in: Neue Zürcher Zeitung, 29.12.2012, Onlinezugriff vom 21.01.2013, o.S.
- Martel, A. (2012b): Die Schweiz in guter Gesellschaft. Immobilien im Fokus, in: Neue Zürcher Zeitung, 29.12.2012, Onlinezugriff vom 21.01.2013, o.S.
- Oberhuber, N. (2012): Die grosse Angst vor der Blase. Wohnungsmarkt, in: Frankfurter Allgemeine, 26.08.2012, Onlinezugriff vom 07.01.2013, o.S.
- Panagopoulos, Y./Vlami, P. (2009): Bank Lending, Real Estate Bubbles, and Basel II, Journal of Real Estate Literature, Volume 17, Number 2, (Hrsg.) American Real Estate Society, Clemson 2009, S. 293-310
- Pfister, S./Prien, U./Seger, B. (2012): Preisfestlegungsmechanismen beim Erwerb direkter Immobilienanlagen in der Schweiz, (Hrsg.) KPMG Holding AG, Real Estate Advisory, Zürich 2012
- Plickert, P./Frühauf, M. (2013): Geplatze Immobilienblase - Steht Spanien wie Irland vor dem Offenbarungseid? in: Frankfurter Allgemeine, 05.06.2012, Onlinezugriff vom 20.07.2013, o.S.
- Prien, U./Seger, B. (2012): Swiss Real Estate Sentiment Index 2012. (Hrsg.) KPMG Holding AG, Real Estate Advisory, Zürich 2012
- Psotta, M./Dunsch, J./Piller, T./Schubert, C./ Schulz, B./Seiser, M. (2012): Die Zutaten einer Immobilienblase. Steigende Mieten, in: Frankfurter Allgemeine, 04.12.2012, Onlinezugriff vom 07.01.2013, o.S.
- Rombach, T. (2011): Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten, Eine theoretische und empirische Analyse der internationalen Märkte, Zugl. Diss. der Wirtschafts- und

Verhaltenswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau, Lohmar 2011

Schaich, F. (2012): Transparenz als Wettbewerbsvorteil von Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Everling, O./Schaub, P/Stephan, R. (Hrsg.): Transparenzrating, 2012. Wege zur effizienten Analyse und Bewertung der Rechnungslegung von Unternehmen, Wiesbaden 2012, S. 95-103 [Online-Version o.S.]

Scherbina, A. (2013): Asset Price Bubbles: A Selective Survey. Working Paper International Monetary Fund (IMF), Washington 2013

Schmoll, T. (2013): Der Albtraum vom Eigenheim. Immobilienblase in den Niederlanden, in: Stern, 19.04.2013, Onlinezugriff vom 19.04.2013, o.S.

Svetlova, E. (2010): „What you see is what you get; what you don't see gets you“: Transparenz in den Zeiten der Finanzkrise, in: Jansen, S./Schröter, E./Stehr, N. (Hrsg.): Transparenz. Multidisziplinäre Durchsichten durch Phänomene und Theorien des Undurchsichtigen, Wiesbaden 2010, S. 82-96

## Internetquellen

82. Jahresbericht BIZ (2012): Kapitel III. Zurück zu ausgewogenem Wachstum, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Juni 2012, Online verfügbar unter: [http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012\\_de.htm](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012_de.htm). Onlinezugriff vom 26.05.2013, S. 25-39
- Chen, C. (2011): Chinas Immobilien-Markt in schwerer Krise, in TheEpochTimes, Online verfügbar unter: <http://www.epochtimes.de/chinas-immobilien-markt-in-schwerer-krise--823257.html>. Onlinezugriff vom 24.05.2013, o.S.
- Die Welt (2013): Die Gefahr einer US-Immobilienblase wächst, Zinssenkungen, 21.05.2013, Online verfügbar unter: <http://www.welt.de/116390790>. Onlinezugriff vom 30.05.2013, o.S.
- Eurostat (2008): Construction output down by 0.6% in the Euro area, News Release Euro Indicators by Eurostat, the Statistical Office of the European Communities, 117/2008 - 20 August 2008. Online verfügbar unter: [http://www.elpais.com/elpaismedia/ultimahora/media/200808/20/espana/20080820elpepunac\\_1\\_Pes\\_PDF.pdf](http://www.elpais.com/elpaismedia/ultimahora/media/200808/20/espana/20080820elpepunac_1_Pes_PDF.pdf). Onlinezugriff vom 29.07.2013, S. 1-6
- Fernández Durán, R. (2006): El tsunami urbanizador, Madrid; Online verfügbar unter: [http://www.nodo50.org/ramonfd/tsunami\\_urbanizador.pdf](http://www.nodo50.org/ramonfd/tsunami_urbanizador.pdf). Onlinezugriff vom 21.07.2013, S. 1-43
- Greenspan, A./Mankiw, G./Stein, J. (2010): The Crisis [with Comments and Discussion], Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2010, Brookings Institution Press. Online verfügbar unter: <http://www.jstor.org/stable/40930484>, Onlinezugriff vom 26.03.2013, S. 201-261
- Exner, A. (2013): In Frankreich droht das Platzen der Immobilienblase, Online verfügbar unter: <http://wirtschaftsblatt.at/home/life/immobilien/1394927/In-Frankreich-droht-das-Platzen-der-Immobilienblase>, Onlinezugriff vom 30.05.2013, o.S.

- Global Real Estate Transparency Index 2006, Jones lang LaSalle (JLL), Online verfügbar unter: <http://www.joneslanglasalle.com/Documents/GlobalTransparencyIndex/2006%20Transparency%20Index.pdf>, Onlinezugriff vom 28.05.2013, S. 1-20
- Global Real Estate Transparency Index 2012, Jones lang LaSalle (JLL), Online verfügbar unter: [http://www.joneslanglasalle.com/GRETI/en-gb/Documents/GRETI/docs/TransparencyIndex\\_2012.pdf](http://www.joneslanglasalle.com/GRETI/en-gb/Documents/GRETI/docs/TransparencyIndex_2012.pdf), Onlinezugriff vom 28.05.2013, S. 1-44
- irish.net.de (2013): Immobilien in Irland. Online verfügbar unter: <http://irish-net.de/Leben-in-Irland/Immobilien-Irland/>, Onlinezugriff vom 24.05.2013, o.S.
- Kummerov, M./Chan Lun, J (2005): Information and communication technology in the real estate industry: productivity, industry structure and market efficiency, Runstad Center for Real Estate Studies, Department of Urban Design & Planning, University of Washington, Seattle, Washington 2005, Online verfügbar unter: <http://www.elsevierbusinessandmanagement.com/locate/telpol>, [Telecommunications Policy 29 (2005)] Onlinezugriff vom 24.05.2013, S. 173-190
- Lee, F. (2010): Die staatlich finanzierte Immobilienblase, Zeit Online, 22.12.2012, Online verfügbar unter: <http://www.zeit.de/wirtschaft/2010-12/china-immobilienmarkt>, Onlinezugriff vom 24.05.2013, o.S.
- Mobius, M. (2013): Immobilienblase in China: Geisterstädte oder neues Manhattan? 15.05.2013. Online verfügbar unter: <http://www.dasinvestment.com/thema/maerkte/emerging-markets-aktien/01/news/datum/2013/05/15/immobilienblase-in-china-geisterstaedte-oder-neues-manhattan/>. Onlinezugriff vom 30.05.2013, o.S.
- Müller, U. (2013): Spanische Immobilien – Der richtige Zeitpunkt zum Einstieg ist gekommen; Die Welt, 24.03.13, Online verfügbar unter: <http://www.welt.de/114726437>, Onlinezugriff vom 16.06.2013, o.S.
- Pfeiffer, E. (2011): Markttransparenz: Deutschland im Nebel, Online verfügbar unter: <http://www.stalys.de/data/mtran.htm>, Onlinezugriff vom 27.05.2013, o.S.
- Putland, G. (2009): From the subprime to the terrigenous: Recession begins at home. Land Values Research Group, Online verfügbar unter: <http://blog.lvrg.org.au/>

2009/06/from-subprime-to-terrigenous-recession.html, Onlinezugriff vom 22.01.2013, o.S.

Salow, Ch. (2010): Immobilienkrise in Irland: Insel der leeren Häuser. Online verfügbar unter: <http://www.news.immonet.de/immobilienkrise-in-irland-die-insel-der-leeren-haeuser/3724>, Onlinezugriff vom 24.05.2013, o.S.

Smyth, S./Urban, R. (2013): Spanish Banks Cut Developers as Zombies Dying: Mortgages; bloomberg.com 20.03.2013; Online verfügbar unter: <http://www.bloomberg.com/news/2013-03-19/spanish-banks-cut-developers-as-zombies-dying-mortgages.html>, Onlinezugriff vom 21.07.2013, o.S.

Sunday's Zaman (2013): Renowed economist warns against Turkish real estate bubble, 07.08.2012. Online verfügbar unter: <http://www.todayszaman.com/news-288838-renowned-economist-warns-against-turkish-real-estate-bubble.html>. Onlinezugriff vom 28.07.2013, o.S.

Svensson, L (2012): Interview von Markus Diem zum Thema „Wie man eine Immobilienblase verhindert“, durchgeführt am 28.11.2012. Online verfügbar unter: <http://blog.tagesanzeiger.ch/nevermindthemarkets/index.php/tag/immobilienkrise/>. Onlinezugriff vom 21.01.2013, o.S.

Tahiri, S./Six, J. (2013): Europe's Recession Is Still Dragging Down House Prices In Most Markets. Economic Research, Standard & Poor's Rating Services, 17.01.2013, Online verfügbar unter: <http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect>, Onlinezugriff vom 19.04.2013, 2-20

Vikram, K. (2013): Housing bubble set to pop: Home-owners hit by economic slowdown as experts predict 20 percent drop in sale profits, publiziert: 02.06.2013. Online verfügbar unter: <http://www.dailymail.co.uk/indiahome/indianews/article-2334825/Housing-bubble-set-pop-Home-owners-hit-economic-slowdown-experts-predict-20-cent-drop-sale-profits.html>. Onlinezugriff vom 28.07.2013, o.S.

ZIA (Zentraler Immobilien Ausschuss) (2013): Thema Markttransparenz, Online verfügbar unter: <http://www.zia-deutschland.de/themen/transparenz-und-benchmarking-ratingsdirect>, Onlinezugriff vom 27.05.2013, o.S.

## **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Immobilienblasen und Transparenz“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Meilen, den 12. August 2013

---

Bernhard Schwyter