

14.03.2022

# Das demografische Zünglein am Immobilienmarkt

Wie sich die Demografie auf die Immobilienpreise auswirken wird



# Impressum

## Herausgeber

Demografik

Eingetragene Marke der HMBCJ GmbH

## Autoren

Hendrik Budliger

[kontakt@demografik.org](mailto:kontakt@demografik.org)

Dr. Manuel Buchmann

[buchmann@demografik.org](mailto:buchmann@demografik.org)

Darius Adlung

[adlung@demografik.org](mailto:adlung@demografik.org)

Tobias Christ

[christ@demografik.org](mailto:christ@demografik.org)

## Kontaktadresse

Demografik

Casinostrasse 10

CH-4052 Basel

T +41 61 312 72 27

[kontakt@demografik.org](mailto:kontakt@demografik.org)

[www.demografik.org](http://www.demografik.org)

Copyright © 2022 by Demografik

Alle Rechte vorbehalten

## Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung .....	1
2. Treibende Faktoren für Immobilienpreise in der Vergangenheit .....	3
2.1. 2000-2008 .....	3
2.2. 2008-heute .....	4
2.3. Statistische Auswertung.....	5
2.4. Treibende Faktoren der Zukunft.....	5
3. Demografische Einflüsse auf die Preisfindung.....	6
3.1. Die 10 Millionen Schweiz.....	6
3.2. Altersabhängigkeit der Wohnraumnachfrage.....	9
3.3. Regionale demografische Unterschiede .....	10
4. Fazit.....	13
5. Datengrundlagen.....	14
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>15</b>

## 1. Einleitung

Seit Jahrzehnten kennen Immobilienpreise nur eine Richtung: Die durchschnittlichen Preise sind in den vergangenen 15 Jahren um über 80% gestiegen (IAZI, 2021). Wer in Immobilien investiert hat, konnte nichts falsch machen. Die Gefahr einer Blasenbildung wird mittlerweile von verschiedenen Akteuren erkannt (vgl. u.a. UBS, 2022; OECD, 2022; FINMA, 2021). Welche fundamentalen Treiber haben die Immobilienpreise so stark ansteigen lassen? Grundsätzlich lassen sich drei grosse Trends identifizieren, die theoretisch zu einem Anstieg des allgemeinen Preisniveaus am Immobilienmarkt führen können. Diese sind das Wirtschaftswachstum, das Zinsniveau und das Bevölkerungswachstum.

Wie in jedem Markt werden die Preise von Angebot und Nachfrage bestimmt. Der Immobilienmarkt ist insofern besonders, dass das Angebot von Natur aus beschränkt ist. Besonders in der Schweiz ist der Boden ein knappes Gut, die Erschliessung von neuem Bauland ist teuer und mit viel Aufwand verbunden. Das Immobilienangebot ist daher sehr reaktionär, der Schweizer Immobilienmarkt wird eindeutig von der Nachfrage getrieben. Bei der Immobiliennachfrage ist zu unterscheiden zwischen Immobilien für den Eigengebrauch, d.h. als Wohnobjekt, und Immobilien als Renditeobjekt. Steigt das Bruttoinlandprodukt, so steigt tendenziell auch die Immobiliennachfrage. Einerseits, weil ein höheres BIP auch ein höheres Einkommensniveau bedeutet, wodurch Privatpersonen ihren Wohnraum vergrössern können. Andererseits bedeutet ein höheres Einkommen auch eine steigende Nachfrage nach Investitionsmöglichkeiten, was die Nachfrage nach Immobilien als Renditeobjekt erhöht. Das Zinsniveau – insbesondere Tiefzinsen nahe bei null wie in den vergangenen Jahren – übt ebenfalls einen signifikanten Einfluss auf die Immobilienpreise aus. Bei tiefen Zinsen sind auch Hypotheken günstig und Immobilien lassen sich leicht finanzieren. Ein tiefes Zinsniveau führt auch zu tieferen Renditen auf Anlagen wie Obligationen. Das führt dazu, dass die Rendite von Immobilienanlagen relativ gesehen attraktiver wird, wodurch auch die Nachfrage nach Renditeimmobilien angekurbelt wird. Der Einfluss des Bevölkerungswachstums auf die Immobiliennachfrage ist offensichtlich: Leben mehr Personen in einem Land, wird auch mehr Wohnraum benötigt. Dieser Zusammenhang ist aber nicht linear, wie in Abschnitt 3 dieser Studie näher erklärt wird.

In dieser Studie wird aufgezeigt, dass die Haupttreiber der steigenden Immobilienpreise vor der Finanzkrise 2008 hauptsächlich das Wirtschaftswachstum und seit 2008 das tiefe Zinsniveau waren. Nun beginnen Notenbanken in immer mehr entwickelten Ländern (z.B. die FED) mit einer Erhöhung der Leitzinsen. Auch die demografische Entwicklung deutet auf mittel- bis langfristig ansteigende Zinsen und eine stagnierende Wirtschaft hin. Die Anzeichen vermehren sich dahingehend, dass in Zukunft die demografische Entwicklung der entscheidende Treiber der Immobilienpreise sein wird.

Besonders spannend ist dabei, dass die demografische Struktur der Schweiz und deren Prognosen regional sehr heterogen sind. Städte sind jung und wachsen weiter, viele Gemeinden auf dem Land sind jedoch bereits überaltert und werden einen Bevölkerungsrückgang erleben. Aber auch auf dem Land gibt es junge Gemeinden und einige Kleinstädte sind überaltert. Eine detaillierte Kenntnis der regionalen Demografie wird für zukünftige Investitionsentscheidungen zentral sein. Wenn die grossen Trends eines starken Wirtschaftswachstums und tiefen Zinsen enden und die Wertentwicklung einer Immobilie nicht mehr eindeutig ist, muss deren Bewertung mit einem Blick in die Zukunft neu evaluiert werden. Ein zentraler Aspekt wird dabei momentan völlig ausser Acht gelassen: die Nachfrage nach Wohnraum und die Entwicklung dieser Nachfrage aufgrund der demografischen Entwicklung. Denn Immobilien werden nicht von Konjunktur und Zinsen bewohnt, sondern von Menschen.

## 2. Treibende Faktoren für Immobilienpreise in der Vergangenheit

### 2.1.2000-2008

Zwischen den beiden grossen Wirtschaftskrisen der 2000er Jahre (Dotcom Blase und Finanzkrise) ist die Schweizer Wirtschaft stark gewachsen. Neben dem globalen wirtschaftlichen Aufschwung im Zusammenhang mit neuen und günstigeren Produktionsmöglichkeiten durch Globalisierung und Digitalisierung, sowie einer aussergewöhnlich hohen Innovationskraft der Schweizer Wirtschaft, wurde dieser Trend auch durch den Beitritt der Schweiz zum europäischen Arbeitsmarkt angekurbelt. Mit dem Abschluss des Abkommens zur Personenfreizügigkeit wurde die Mobilität der europäischen Arbeitnehmer auf die Schweiz erweitert. Die Folge war eine deutliche Zunahme der Zuwanderung und damit eine deutliche Erhöhung des Arbeitsangebotes für Schweizer Unternehmen. In der Summe war diese Zeit geprägt von einem starken Anstieg des realen BIP pro Kopf in der Schweiz. Dieses stieg in diesem Zeitraum von 65'000 auf 80'000 CHF an (BFS, 2021) und auch die Investitionsimmobilien verzeichneten einen Anstieg von fast 20% (IAZI, 2021). Die Kombination der hohen Zuwanderung und der Erhöhung des pro-Kopf Einkommens in dieser Periode hat entscheidend zu einem langsamen, aber stetigen Anstieg der Immobilienpreise in den Jahren 2000 bis 2008 beigetragen. Die Korrelation dieser beiden Trends in dieser Zeitperiode ist auch Abbildung 1 zu entnehmen.

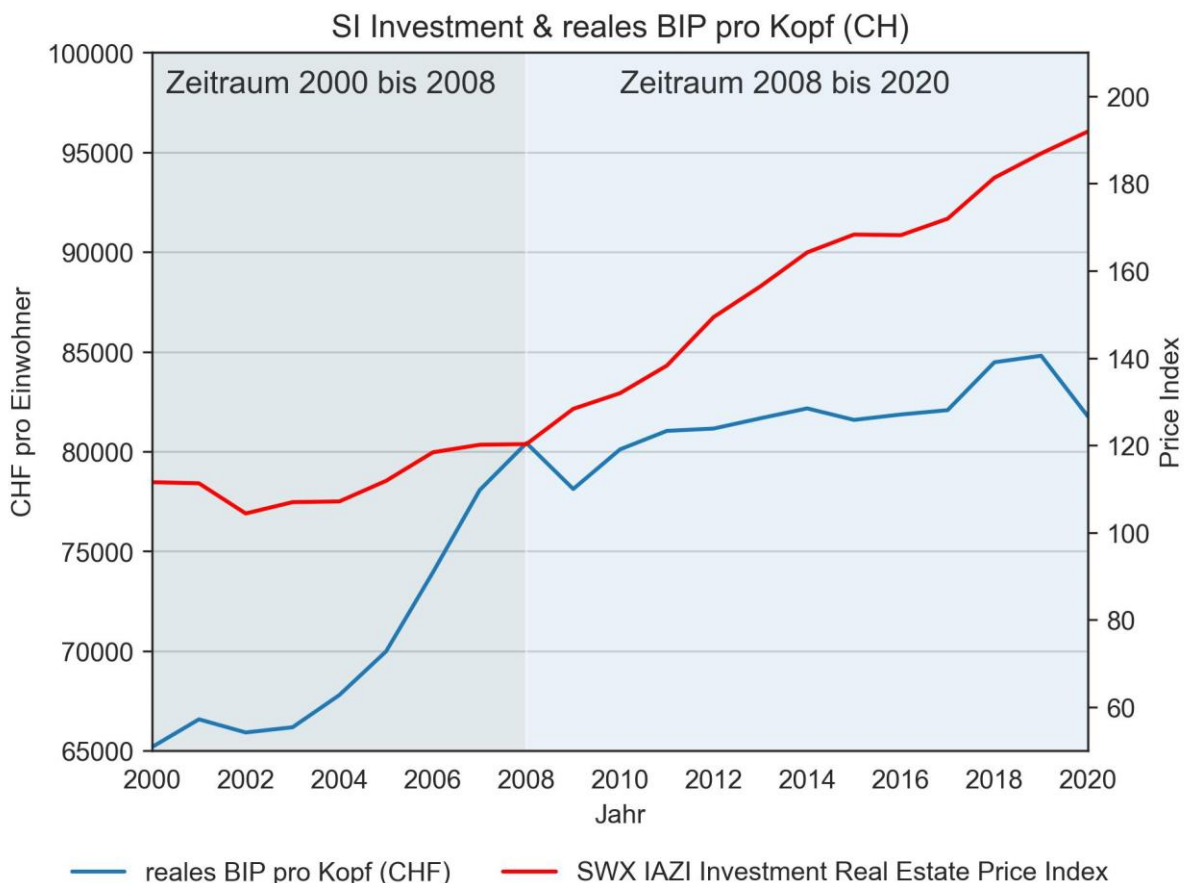


Abbildung 1: Vergleich der Entwicklung des realen BIP pro Kopf zum Preisindex von Investitionsimmobilien (2000 bis 2020)

Die Zinsentwicklung im selben Zeitraum war sehr inkonsistent, wie Abbildung 2 entnommen werden kann. Als Reaktion auf das Platzen der Dotcom-Blase wurden zunächst die Leitzinsen (und damit auch die Hypothekarzinsen) deutlich gesenkt. Im Vorfeld der Finanzkrise begannen sich die Hypothekarzinsen zu stabilisieren und wieder anzusteigen. Der Einfluss der Zinsen auf die Immobilienpreise

war in dieser Periode vernachlässigbar, obwohl diese sanken. Dies änderte sich nach der Finanzkrise.

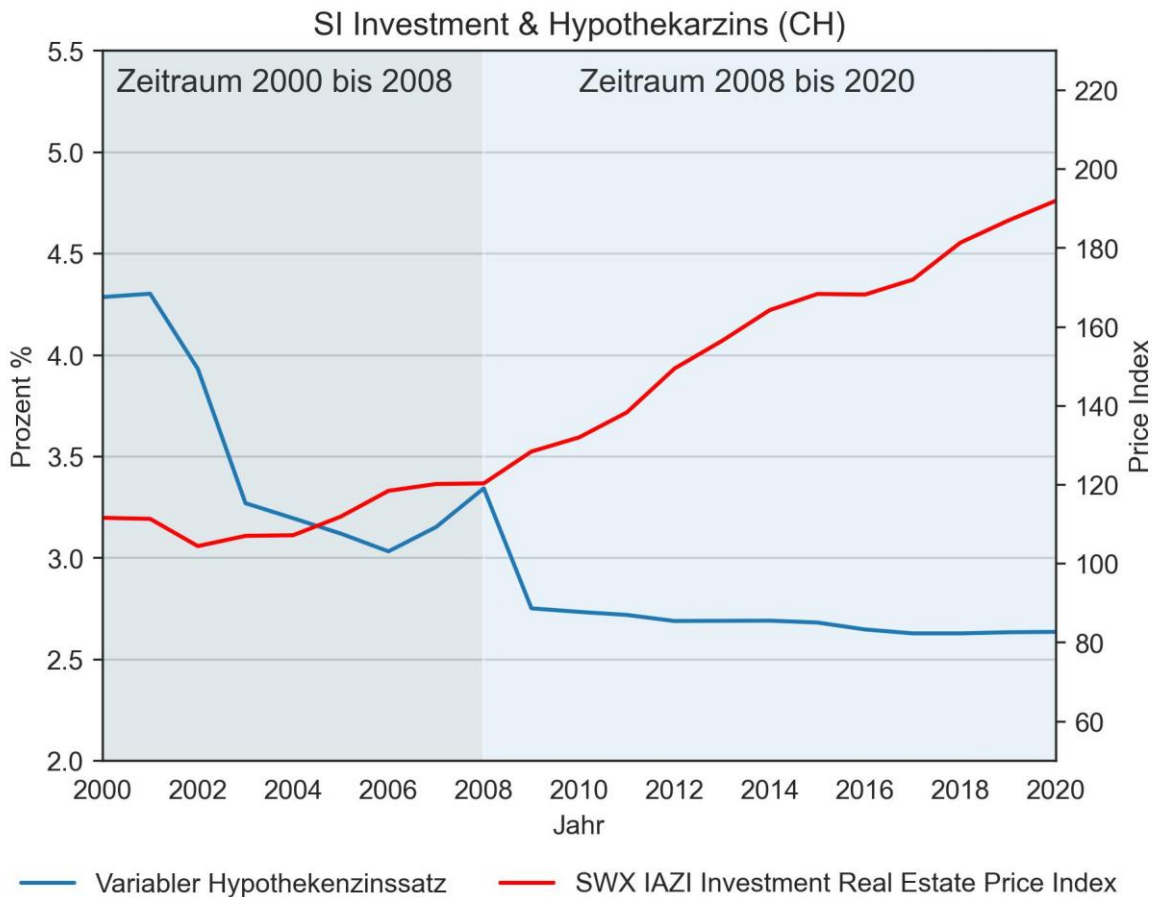


Abbildung 2: Verhältnis der Entwicklung des Hypothekenzinssatzes und des Preisindex von Investitionsimmobilien (2000 bis 2020)

## 2.2.2008-heute

Seit dem Jahr 2008 hat sich das Wirtschaftswachstum in der Schweiz deutlich verlangsamt. Insgesamt ist in diesem Zeitraum eine Stagnation mit schwachem Wachstum zu beobachten (vgl. Abbildung 1). Der Trend von steigenden Immobilienpreisen hat sich nicht nur fortgesetzt, er hat sich deutlich beschleunigt. Diese Entwicklung ist primär durch die Zinsentwicklung motiviert. Während der Hypothekarzins in der ersten betrachteten Zeitperiode bereits einem Negativtrend folgte, sank er nach 2008 nachhaltig (SNB, 2022). Hierbei ist das historisch niedrige Zinsniveau entscheidend. Die Geldmarktzinsen liegen seit der Finanzkrise nahe bei null, seit 2015 sind sie sogar negativ. Der Zinssatz für variable Hyptheken liegt seit der Finanzkrise unter 3%. Auch die Länge und Stabilität dieser Periode ist historisch einzigartig und hat mit Sicherheit einen nachhaltigen Einfluss auf den Immobilienpreisindex in der Schweiz ausgeübt. Durch eine derart tiefe Zinsphase ist einerseits die Investition in eine Immobilie über Fremdkapital deutlich günstiger geworden. Andererseits sind Investitionsanlagen, die noch eine positive Rendite auszahlen, in einem Anlageuniversum mit Negativzinsen immer schwieriger zu finden. Es gibt schlichtweg kaum eine andere sichere Möglichkeit Renditen zu erwirtschaften, als in Immobilien zu investieren. Das hat die Attraktivität von Immobilien als Investitionsobjekt im letzten Jahrzehnt deutlich erhöht und ohne Zweifel zu einem Boom am Immobilienmarkt beigetragen. Dieser Zusammenhang lässt sich auch grafisch in Abbildung 2 sehr gut erkennen. Sobald die Hypothekarzinsen unter das Niveau von 3 Prozent gefallen sind, sind auch die Preise sehr stark angestiegen.

## 2.3. Statistische Auswertung

Die Signifikanz dieser Einflüsse lässt sich auch statistisch nachweisen. In Tabelle 1 werden die Ergebnisse eines ökonometrischen Zeitreihenmodells gezeigt, welches den historischen Einfluss der drei grossen Einflussgrössen «Zinsen», «Wirtschaftswachstum» und «Demografie» auf die Preisentwicklung von Renditeimmobilien aufzeigt. Dazu wird jeweils ein AR(1) Modell für den gesamten Beobachtungszeitraum ab dem Jahr 2000 und die bereits definierten Zeitabschnitte 2000 – 2008 und 2008-2020 geschätzt. Dieses einfache Modell zeigt sehr anschaulich den wechselnden Einfluss der verschiedenen Faktoren über die betrachteten Perioden.

	2000 - 2020	2000 - 2008	2009 - 2020
<b>BIP</b>	1.30** (0.64)	0.71*** (0.226)	-0.12 (1.01)
<b>Hypothekarzinsen</b>	-0.82 (8.49)	3.60 (2.56)	-113.86*** (39.92)
<b>Bevölkerung</b>	-0.01 (0.012)	0.0004 (0.005)	0.06* (0.03)
<b>AR(1)</b>	0.75*** (0.153)	-0.05 (1.449)	0.44 (0.29)

Tabelle 1: Ergebnisse eines zeitreihenökonometrischen Modells des Zusammenhangs zwischen den wichtigsten Einflussgrössen und dem SWX IAZI Investment Real Estate Price Index. In Klammern: Standardfehler. Legende: \*\*\*: Irrtumswahrscheinlichkeit < 0.1%, \*\*: Irrtumswahrscheinlichkeit < 1%, \*: Irrtumswahrscheinlichkeit < 5%.

Über den gesamten Zeitraum zwischen 2000-2020 hinweg betrachtet sind nur geringe Einflüsse der Faktoren erkennbar. Lediglich das Wirtschaftswachstum weist einen (knapp) statistisch signifikanten Einfluss auf die Immobilienpreise auf. Der Grossteil der Preisentwicklung wird von einem reinen autoregressiven Prozess erklärt. Teilt man den Beobachtungszeitraum in die Perioden vor und nach der Finanzkrise auf, lassen sich jedoch interessante Effekte ablesen. Zwischen 2000-2008 war das Wirtschaftswachstum der Haupttreiber der Immobilienpreise. Die Punktschätzung ist zwar etwas tiefer als im gesamten Zeitraum, der Standardfehler ist aber auch deutlich kleiner. Dies führt zu einer erhöhten statistischen Signifikanz. Im Zeitraum nach der Finanzkrise ändert sich dies: Das Wirtschaftswachstum hat keinen statistisch signifikanten Einfluss mehr auf die Immobilienpreise. Dafür haben die Hypothekarzinsen einen sehr starken und statistisch signifikanten negativen Effekt: Die sinkenden Zinsen haben zu höheren Immobilienpreisen geführt. Ebenfalls hat das Bevölkerungswachstum in diesem Zeitraum einen leicht positiven Einfluss auf die Immobilienpreise ausgeübt.

## 2.4. Treibende Faktoren der Zukunft

Während aufgrund der anhaltenden Nachfrage die Immobilienpreise in den kommenden Jahren weiter steigen können, ist mittelfristig mit einer Trendwende zu rechnen. Auslöser wird der demografische Wandel sein. Während es direkte demografische Einflüsse auf die Angebots- und Nachfragestruktur von Immobilien gibt, werden auch die grossen Trends des Wirtschaftswachstums und des Zinsniveaus von demografischen Faktoren beeinflusst.

In einer überalterten Schweiz ist von einer weiteren Stagnation des BIP pro Kopf auszugehen (Cervellati, Sunde, & Zimmermann, 2017). Mehr Personen werden den Arbeitsmarkt aufgrund ihrer Pensionierung verlassen als junge Personen in den Arbeitsmarkt eintreten werden. Dies führt nicht nur zum Schwund von Arbeitskräften im Gewerbe, es wird auch mehr Personal im medizinischen und Pflegesektor benötigt (Goodhart & Pradhan, 2020). Während die Zinsen bereits langsam aufgrund der steigenden Inflation anfangen wieder zu steigen, so wird sich dieser Trend auch aufgrund der Demografie fortsetzen. Das angesparte Kapital der Babyboomer Generation, welches zu günstigen Konditionen am Kapitalmarkt in Form von niedrigen Zinsen geführt hat, wird in den kommenden Jahren langsam im Alterskonsum verbraucht. Es wird auf Kosten des Konsums entspart. Dies wird das Verhältnis von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage langfristig ändern und es kann von einer Rückkehr zu höheren Zinsniveaus ausgegangen werden (Lunsford & West, 2019).

Aus diesen Gründen kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Immobilienpreise in Zukunft weiterhin von einem starken Wirtschaftswachstum oder einem tiefen Zinsniveau getrieben werden. Es verbleibt noch das Bevölkerungswachstum und damit die Demografie als potenzieller positiver Einfluss auf die Immobilienpreise. Im folgenden Abschnitt wird der Zusammenhang zwischen der Demografie und der Immobiliennachfrage und die daraus folgenden Erwartungen für den Immobilienmarkt nähert analysiert.

### **3. Demografische Einflüsse auf die Preisfindung**

Der Einfluss der Demografie auf die Wohnraumnachfrage, und damit die Preise von Immobilien, ist offensichtlich. Schliesslich besteht ein sehr direkter Zusammenhang zwischen Anzahl Personen in einem Land und der Anzahl an nachgefragten Wohnungen. Wenn die Bevölkerung eines Landes stärker wächst als das Angebot an Wohnraum, dann sollten die Preise weiter steigen. Das Referenzszenario der Bevölkerungsprognosen des BFS geht von einem konstanten, anhaltenden Bevölkerungswachstum aus, mit einer gesamten Bevölkerung von 10 Millionen bis zum Jahr 2040. Aus mehreren Gründen bedeutet dies aber nicht, dass die Wohnraumnachfrage in jedem Fall weiter ansteigen wird. Im folgenden Abschnitt 3.1 wird kritisch hinterfragt, ob das Referenzszenario wirklich das wahrscheinlichste Szenario für die zukünftige Bevölkerungsentwicklung der Schweiz ist, oder nur ein Szenario von Vielen darstellt. In Abschnitt 3.2 wird erklärt, wie sich der Wohnraumbedarf im Verlaufe des Alters einer Person verändert. Daraus folgt, dass für eine Prognose der Immobiliennachfrage nicht nur die Grösse der Bevölkerung, sondern auch deren Altersstruktur relevant ist. Dies wird für eine rasch alternde Schweiz an Wichtigkeit gewinnen. Die Tatsache, dass die Altersverteilung von Schweizer Gemeinden sehr stark variiert, wird dazu führen, dass auch die regionale Heterogenität der Immobiliennachfrage und damit der Immobilienpreise zunehmen wird. Dieser Effekt wird in Abschnitt 3.3 näher beschrieben.

#### **3.1. Die 10 Millionen Schweiz**

Es ist unbestritten, dass die Schweiz immer älter wird. Die Pensionierung der Babyboomer ist bereits in vollem Gange. Oft wird argumentiert, dass der damit verbundene Rückgang der Immobiliennachfrage durch eine höhere Nettozuwanderung kompensiert werden kann. Schliesslich wird die Schweiz stetig weiter wachsen, die 10 Millionen Schweiz ist unausweichlich. Aber ist dies wirklich so sicher? Die Bevölkerungsprognosen des BFS zeigen ein gemischtes Bild. Abbildung 3 zeigt die Bevölkerungszahl der Schweiz von 2000 bis 2050 in drei Szenarien (BFS, 2020). Das BFS erstellt drei Hauptszenarien für seine Bevölkerungsszenarien. Tatsächlich wird die Schweiz in zwei dieser drei Szenarien eine Bevölkerung von 10 Millionen erreichen. Im Referenzszenario ist dies im Jahr 2040 der Fall, im «hohen» Szenario bereits im Jahr 2034. Im «tiefen» Szenario wächst die Schweizer Bevölkerung aber nur noch bis zum Jahr 2037 und beginnt dann zu stagnieren. Die 10 Millionen Schweiz wird im tiefen Szenario nie erreicht.



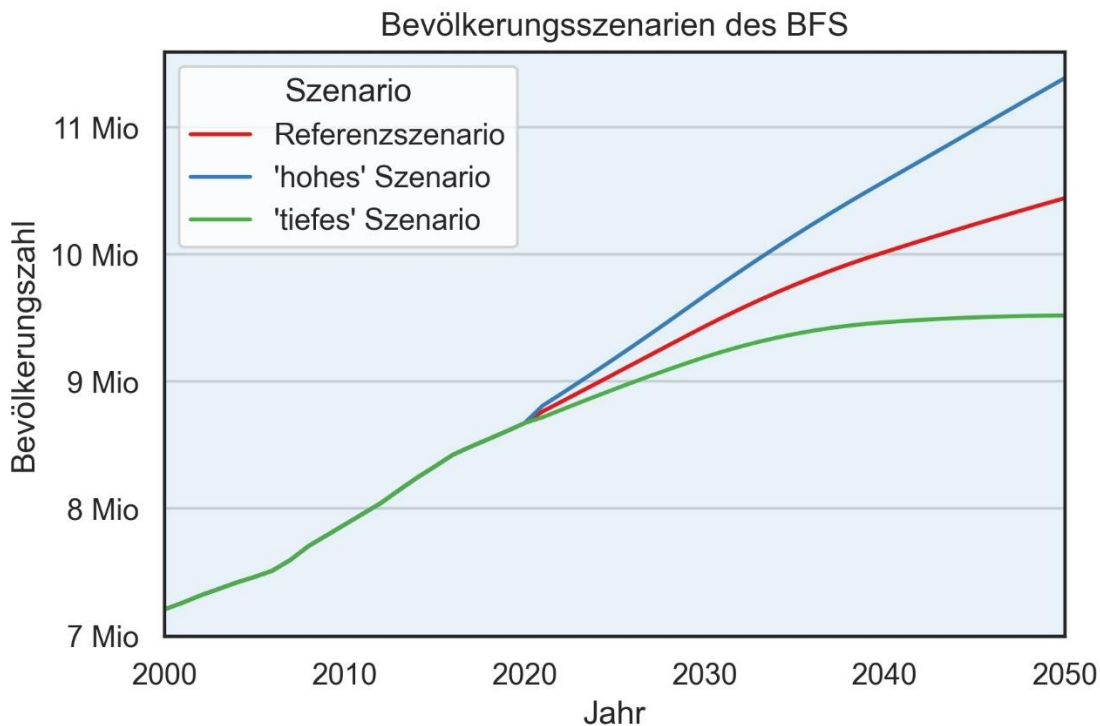


Abbildung 3: Die drei Hauptszenarien des Bundesamtes für Statistik BFS (2020). Ständige Wohnbevölkerung der Schweiz in Millionen. Quelle: (BFS, 2020)

Diese drei Szenarien unterscheiden sich grundsätzlich in drei Punkten: den Annahmen bezüglich Geburtenraten, Lebenserwartung und Nettomigration. Der Haupttreiber der deutlichen Unterschiede in den Bevölkerungsprognosen ist aber hauptsächlich die angenommene Nettomigration. Dies liegt einerseits daran, dass die Schweiz für ihre Grösse sehr hohe Migrationszahlen hat. Zusätzlich haben Ausländer im Schnitt eine höhere Fertilität als Schweizer. Wenn also die Zuwanderung ansteigt, steigt auch die Fertilität der Schweiz, unabhängig von den fertilitätsspezifischen Annahmen. Die Zuwanderung hat also einen doppelten Einfluss auf das Bevölkerungswachstum. Die Annahmen des BFS zur zukünftigen Nettomigration sind also zentral für die Ergebnisse der Bevölkerungsprognose. Diese Annahmen sind in Tabelle 2 detailliert beschrieben.

Im Referenzszenario wird, wie auch im «hohen» Szenario, eine leicht ansteigende Nettomigration angenommen. Selbst im tiefsten Szenario wird eine gleichbleibende Nettomigration zugrunde gelegt. Ein Rückgang des Wanderungssaldos wird in keinem der Szenarien berücksichtigt. Aus einer globaldemografischen Sicht ist diese Annahme nicht unumstritten. Vier der fünf wichtigsten Einwanderungsländer der Schweiz<sup>1</sup> sehen sich nämlich einer noch prekäreren demografischen Situation gegenübergestellt. Sowohl Deutschland als auch Italien, Spanien und Portugal werden in den kommenden Jahren stark altern und einen grossen Teil ihrer Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter verlieren. Tabelle 3 zeigt, dass die Altersgruppe der typischen Migranten in allen grossen Einwanderungsländern kleiner werden wird.

<sup>1</sup> Im Jahr 2020 waren die wichtigsten Einwanderungsländer für die Schweiz: Deutschland (19'700 Einwanderer), Italien (16'800), Frankreich (15'900), Portugal (7'500) und Spanien (5'600). Quelle: BFS – Statpop.

Szenario	Zeitraum	Einwanderung	Auswanderung	Wanderungssaldo
Referenz	2020-2030	Anstieg von 175'000 auf 185'000	Anstieg von 125'000 auf 130'000	Anstieg von +50'000 auf +55'000
	2030-2040	Rückgang von 185'000 auf 165'000	Konstant auf 130'000	Rückgang von +55'000 auf +35'000
	nach 2040	Konstant auf 165'000	Konstant auf 130'000	Konstant auf +35'000
«hoch»	2020-2030	Anstieg von 190'000 auf 210'000	Anstieg von 130'000 auf 140'000	Anstieg von +60'000 auf +70'000
	2030-2040	Rückgang von 210'000 auf 190'000	Konstant auf 140'000	Rückgang von +70'000 auf +50'000
	nach 2040	Konstant auf 190'000	Konstant auf 140'000	Konstant auf +50'000
«tief»	2020-2030	Konstant auf 160'000	Konstant auf 120'000	Konstant auf +40'000
	2030-2040	Rückgang von 160'000 auf 140'000	Konstant auf 120'000	Rückgang von +40'000 auf +20'000
	nach 2040	Konstant auf 140'000	Konstant auf 120'000	Konstant auf +20'000

Tabelle 2: Annahmen zur Entwicklung der Migration in den drei Hauptszenarien des Bundesamtes für Statistik.  
Quelle: (BFS, 2020)

Dies bedeutet einerseits, dass die Anzahl der Personen im typischen Auswandereralter (20 bis 50 Jahre) sinkt, was sich negativ auf die Einwanderungszahlen in die Schweiz auswirken dürfte. Andererseits wird um die weniger werdenden Arbeitskräfte dieser Länder ein immer stärkerer Konkurrenzkampf ausbrechen. Die Unternehmen in diesen Staaten werden Löhne und Arbeitsbedingungen verbessern müssen, um ihre Fachkräfte zu halten. Dadurch wird eine Auswanderung insgesamt weniger attraktiv. Bereits heute ist mit vielen dieser Länder ein Rückgang der Nettomigration zu beobachten. Der Wanderungssaldo mit Portugal ist bereits seit dem Jahr 2019 negativ. Das heisst seit 2019 migrieren jährlich mehr Personen aus der Schweiz nach Portugal als umgekehrt. Die Rentner machen dabei nur einen kleinen Teil aus. Insgesamt befindet sich auch der gesamte Wanderungssaldo der Schweiz seit 2013 in einem Negativtrend. Es ist also nicht so offensichtlich, warum der Wanderungssaldo nicht weiter sinken sollte. In einem ersten Monitoring der Bevölkerungsszenarien stellte das BFS bereits fest, dass die echte Bevölkerungsentwicklung der Jahre 2019 und 2020 deutlich näher am «tiefen» Szenario liegt als am Referenzszenario (BFS, 2021b). Aktuelle Zahlen des Staatssekretariats für Migration SEM zeigen, dass die Einwanderungszahlen aus dem EU-/EFTA Raum gegenüber dem Vorjahr um 10,2 Prozent gesunken sind. Dieser Rückgang konnte durch einen Anstieg der Einwanderungszahlen aus Drittstaaten kompensiert werden, was aber auch daran lag, dass im Jahr 2020 Corona-bedingt besonders wenige Personen aus Drittstaaten eingewandert sind. Auch ist die Einwanderung aus Drittstaaten aus politischen Gründen stark begrenzt. Sollten sich die Trends bei der Einwanderung aus der EU fortsetzen, wird die Schweiz in den kommenden Jahren in einem aussenpolitisch unveränderten Umfeld mit einem sinkenden Wanderungssaldo rechnen müssen.

	Personen im Alter 20-50, in Tsd.		Differenz, in %
	2020	2030	
<b>Schweiz</b>	3'425	3'379	-1.3%
<b>Deutschland</b>	30'492	29'129	-4.4%
<b>Italien</b>	22'123	19'556	-11.6%
<b>Frankreich</b>	23'707	23'431	-1.2%
<b>Portugal</b>	3'864	3'354	-13.2%
<b>Spanien</b>	18'458	15'494	-16.1%

Tabelle 3: Veränderung der Anzahl Personen im Alter 20 bis 50 zwischen 2020 und 2030 in der Schweiz und ihren wichtigsten Einwanderungsländern. Anzahl Personen in tausend. Quelle: (UN Population Division, 2019)

Die Überalterung der typischen Auswanderungsländer führt zu sinkenden Wanderungssalden mit der Schweiz, was eine 10 Millionen Bevölkerung in der Schweiz wenig wahrscheinlich macht und das «tiefe Szenario» des BFS als das wahrscheinlichste Szenario angenommen werden darf. Dies wiederum bedeutet, dass die Schweiz schneller altert als allgemein angenommen wird und dass das gesamte Bevölkerungswachstum schon bald stagnieren wird. Das führt dazu, dass die Immobiliennachfrage nicht bis in alle Ewigkeit weiter steigen wird. Unter Berücksichtigung des schnell wachsenden Angebots dürfte dies mittelfristig einen negativen Einfluss auf die Preisentwicklung im Immobilienmarkt haben.

### 3.2. Altersabhängigkeit der Wohnraumnachfrage

Den künftigen Bedarf an Wohnraum ausschliesslich anhand einer Prognose der Bevölkerungszahl zu berechnen wäre fehlgeleitet. Vielmehr ist die relevante Grösse die Anzahl der Haushalte. Per Definition bestimmt die Anzahl der Haushalte die Anzahl an Erstwohnungen. Um die Anzahl an Haushalten zu berechnen, muss neben der Bevölkerungszahl auch die Zusammensetzung der Bevölkerung berücksichtigt werden. Insbesondere verändern sich die durchschnittlichen Haushaltgrössen und damit auch der persönliche Wohnraumbedarf im Verlauf des Lebens. Der Lebenszyklus des Wohnens, dargestellt in Abbildung 4, teilt das Leben in fünf Abschnitte ein. In diesen unterscheidet sich der persönliche Wohnraumbedarf grundlegend.

Lebensabschnitt 1 beschreibt die Kindheit. Der eigene Wohnraumbedarf ist hier klein und die Haushalte sind am grössten. Mit der möglichen Geburt von Geschwistern sinkt der bewohnte Wohnraum pro Person. Mit dem Älterwerden reduziert er sich weiterhin leicht bis zum Übergang in Lebensabschnitt 2. Ab diesem Zeitpunkt beginnen die Kinder das Elternhaus zu verlassen. Während der Ausbildung bleibt der Wohnraumbedarf aufgrund des tiefen Einkommens zunächst tief, steigt aber im Verlauf der Jahre mit dem steigenden Einkommen an. Mit der Familiengründung beginnt der persönliche Wohnraumbedarf weniger stark anzusteigen. Der Grund hierfür ist, dass der Wohnraum nun mit mehr Personen (Partner, Kinder) geteilt wird. Jedoch nicht alle Personen gründen eine Familie, weshalb der Wohnraumbedarf einen dämpfenden Einfluss bekommt. In einer Durchschnittsbetrachtung über die gesamte Bevölkerung ist es ein sich abflachender Effekt. Mit dem Übergang in Lebensabschnitt 3 steigt der Wohnraumbedarf weiter an. Die eigenen Kinder verlassen das Elternhaus, womit sich die Haushalte wieder verkleinern. Aufgrund des sogenannten Remanenzeffekts verändert sich die durchschnittliche Wohnungsgrösse aber kaum. Personen verbleiben häufig in ihren Wohnungen, nachdem Familienmitglieder ausgezogen oder verstorben sind. Dieser Trend setzt sich in Lebensabschnitt 4 fort. Insbesondere ältere Menschen leben oft in Wohnungen oder Einfamilienhäusern, die für ihre Bedürfnisse eigentlich zu gross sind. Dort verbleiben sie meist so lange, bis sie im Lebensabschnitt 5 aus gesundheitlichen oder praktischen Gründen in zentraler gelegene Alterswohnungen oder

Altersheime ziehen. Hierdurch verringert sich der individuelle Wohnraumbedarf im letzten Lebensabschnitt deutlich.

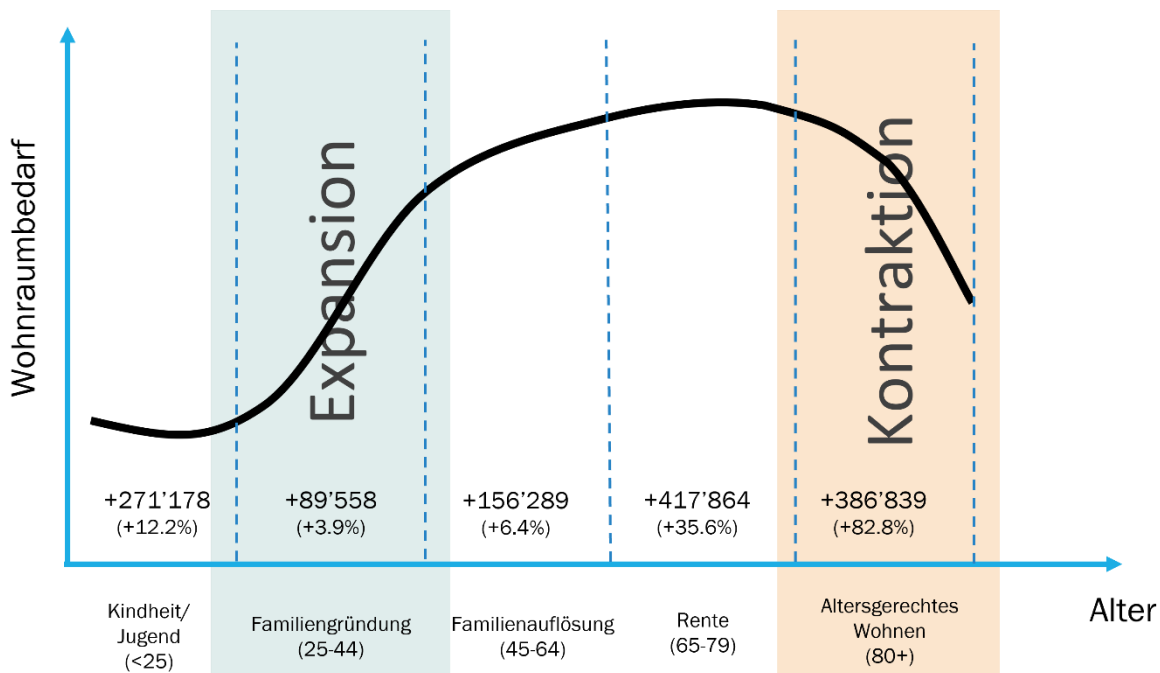


Abbildung 4: Wohnraumbedarf über den Lebenszyklus. Schematische Darstellung (Buchmann & Christ, 2022). Grösse der Altersgruppen: Szenarien des Bundesamtes für Statistik ("tiefes" Szenario), Differenz zwischen 2020 und 2040.

In den nächsten Jahren wird sich die Altersstruktur der Schweizer Bevölkerung stark verändern. Die grossen Babyboomer-Jahrgänge gehen in Rente und kommen später ins Seniorenalter (80+), weshalb in der Schweiz in 20 Jahren viel mehr Senioren leben werden als heute (BFS, 2020).

### 3.3. Regionale demografische Unterschiede

Über die ganze Schweiz betrachtend lässt sich dieser klare Trend feststellen. Jedoch gibt es beträchtliche Unterschiede, wenn einzelne Gemeinden miteinander verglichen werden. Diese Unterschiede werden in der folgenden Grafik aufgezeigt. Abbildung 5 zeigt einen Scatterplot mit den Seniorenquotienten für jede Schweizer Gemeinde im Jahr 2020 auf der x-Achse und im Jahr 2040 auf der y-Achse. Dabei wurden die Gemeinden in unterschiedliche Grössenklassen aufgeteilt. Die schwarz gestrichelte Linie im 45 Grad Winkel zeigt einen gleichbleibenden Quotienten. Die oberhalb liegenden Gemeinden weisen daher einen steigenden Quotienten auf und die darunter liegenden einen sinkenden. Die steilere Linie definiert eine Verdoppelung des Seniorenquotienten: In Gemeinden, die über dieser Linie liegen, ist der Seniorenquotient im Jahr 2040 mehr als doppelt so hoch wie heute. Der Seniorenquotient ist definiert als die über 80-Jährigen dividiert durch die 20-65-Jährigen.

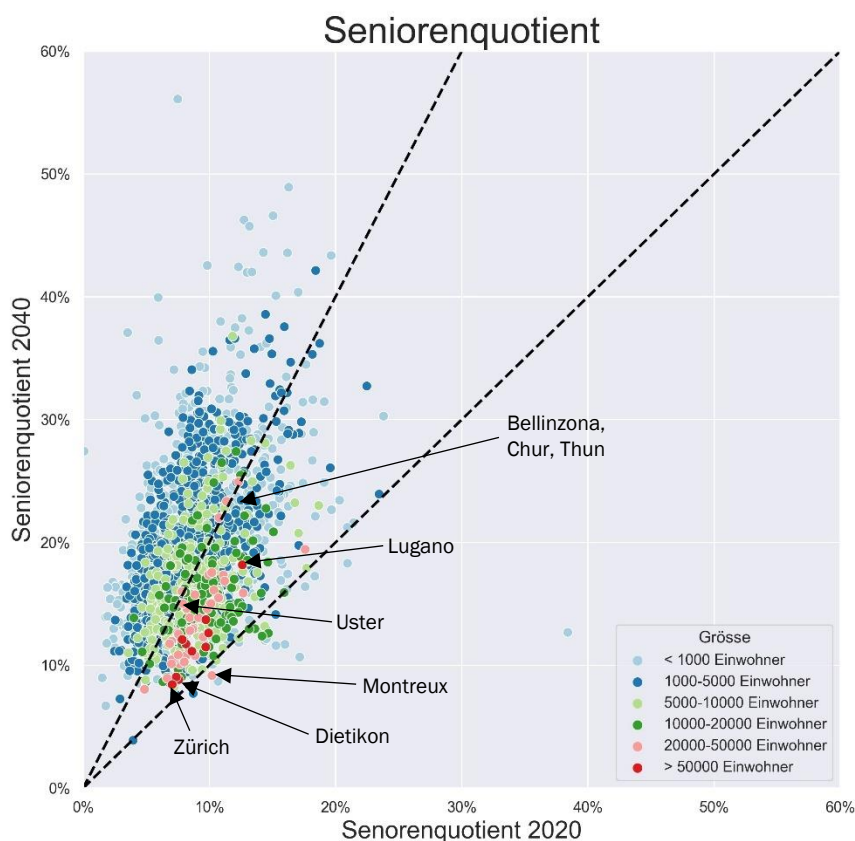


Abbildung 5: Seniorenquotient in allen Schweizer Gemeinden im Jahr 2020 und im Jahr 2040. Quelle: BFS und eigene Berechnungen.

Es lässt sich bei den allermeisten Gemeinden eine deutliche Vergrösserung des Quotienten feststellen. In 1'410 Gemeinden (65% aller Gemeinden) findet mindestens eine Verdoppelung statt, in 419 Gemeinden (19%) sogar eine Verdreifachung des Seniorenquotienten. Nur in 26 Gemeinden (1%) wird im Jahr 2040 ein tieferer Seniorenquotient erwartet als im Jahr 2020. Tendenziell lässt sich erkennen, dass die Grossstädte eher unter dem Durchschnitt liegen. Jedoch verhalten sich die Gemeinden sehr unterschiedlich. Die einzige Stadt mit über 20'000 Einwohnern, welche 2040 jünger ist als 2020, ist Montreux (hellrot markiert). Eine andere spannende Erkenntnis ist, dass die Tessiner Städte, verglichen mit den anderen Grossstädten, bereits alte Bevölkerungen aufweisen (Lugano ist in dunkelrot markiert), die aber bis 2040 noch älter wird. Ebenfalls alte Bevölkerungen weisen die Voralpenstädte Thun und Chur auf (sie liegen in der Grafik in hellrot oberhalb von Lugano gemeinsam mit Bellinzona). Die grösste Stadt der Schweiz Zürich (dunkelrot markiert) ist im Jahr 2020 sehr jung. Dies verändert sich auch bis 2040 kaum. Ein interessantes Beispiel sind zwei Gemeinden im Raum Zürich. Diese sind Uster und Dietikon, welche aufgrund ihrer Lage und Bevölkerungsgrösse sehr ähnlich sind. Sie sind beide grosse Vororte von Zürich mit rund 30'000 Einwohnern. Beim Vergleichen der Altersstruktur der beiden Gemeinden wird jedoch augenscheinlich, dass Uster eine deutlich ältere Bevölkerung hat. Zudem lässt sich erkennen, dass der Seniorenquotient von Uster mit 8% im Jahr 2020 noch nicht besonders hoch, steigt jedoch in den 20 Jahren stark auf 15% an. Daraus lässt sich schliessen, dass in Uster aktuell viele Menschen in einem Alter zwischen 65 und 80 leben. In Dietikon hingegen steigt der Seniorenquotient lediglich von 7% auf 9% an. Diese strukturellen Unterschiede der Gemeinden haben auch signifikante Auswirkungen auf prognostizierte Leerwohnungsziffern. Eine Prognose der Leerwohnungsziffer für die Gemeinde Uster auf Basis des «tiefen» Bevölkerungsszenarios beträgt für das Jahr 2040 24.8%, während für die Gemeinde Dietikon 0.0% prognostiziert wird ([www.ziffre.ch](http://www.ziffre.ch)). Diese

beträchtlichen und nicht immer offensichtlichen Unterschiede der einzelnen Gemeinden zeigen die starke Relevanz auf, einzelne Gemeinden separat in ihrer Altersstruktur zu betrachten.

Diese Beispiele zeigen, dass sich sowohl die Altersstruktur heute als auch deren Veränderung in den kommenden 20 Jahren innerhalb der Schweiz stark unterscheiden. Dabei ist einerseits ein deutlicher Unterschied zwischen ländlichen und städtischen, grossen und kleinen Gemeinden ersichtlich. Dies ist nicht überraschend. Aber auch auf den ersten Blick vergleichbare Gemeinden aus derselben Region – hier illustriert durch Dietikon und Uster – können sich bezüglich ihrer Demografie stark unterscheiden. Dabei kratzt die hier präsentierte Analyse nur an der Oberfläche. Es existieren unzählige weitere solche Beispiele. Um informierte Investitionsentscheidungen am Immobilienmarkt treffen zu können, ist es daher unerlässlich die demografischen Risiken eines Immobilienportfolios und einer Immobilieninvestition zu verstehen und strukturiert zu analysieren.

## 4. Fazit

Immobilienpreise werden von vielen Faktoren getrieben. Für das allgemeine Preisniveau sind dabei insbesondere drei Faktoren zentral: das Wirtschaftswachstum, das Zinsniveau und die Demografie. Historisch gesehen sind dabei nicht immer die gleichen Faktoren dominant. In der Periode von 2000 bis 2008 wurden die Immobilienpreise durch ein wachsendes Bruttoinlandprodukt, sowie einen sehr hohen Wanderungssaldo getrieben. Die Folge war ein leichtes, aber konstantes Wachstum des Preisniveaus. Als Konsequenz der Finanzkrise wurden die Leitzinsen seit 2008 konsequent gesenkt. Seit 2015 sind sie sogar negativ. Dies hatte auch einen klaren Einfluss auf die Hypothekenzinsen. Dieses Tiefzinsumfeld hat dazu geführt, dass die Immobilienpreise trotz stagnierender Wirtschaft und Migration sehr stark angestiegen sind. Einerseits als direkte Konsequenz von billigeren Hypotheken, andererseits als Reaktion von Investoren, die nach positiven Renditen suchen. Geldpolitische, wirtschaftliche und demografische Entwicklungen deuten aber darauf hin, dass in den kommenden Jahrzehnten mit einem weiterhin stagnierenden Wirtschaftswachstum, sowie steigenden Zinsen zu rechnen ist. Bezüglich der Demografie sind grosse Veränderungen zu erwarten. Einerseits bezüglich des Bevölkerungswachstums, andererseits auch bezüglich der Altersstruktur.

Aufgrund der demografischen Entwicklung im gesamten EU-Raum ist davon auszugehen, dass erstens immer weniger Personen im typischen Migrationsalter existieren (in der Schweiz, vor allem aber auch im Ausland) und dass zweitens ein immer stärkerer Konkurrenzkampf um die Fachkräfte in Europa ausbrechen wird. Diese Entwicklungen machen es wahrscheinlich, dass die «10 Millionen Schweiz» nie erreicht wird und die Schweizer Bevölkerung noch vor dem Jahr 2040 beginnen wird zu schrumpfen.

Wichtig ist es zu verstehen, dass diese demografische Entwicklung in der Schweiz und ganz Europa nicht umkehrbar ist. Die tiefen Geburtenraten seit den 1970er Jahren sind Tatsache und deren Bedeutung wird durch die exponentiellen Zusammenhänge der Demografie von der Allgemeinheit zu wenig verstanden. Die Zukunft wird also in der Schweiz aus einer demografischen Perspektive gesehen mit Sicherheit anders sein als die Vergangenheit. Auch mit einer plötzlichen Erhöhung der Fertilitätsraten könnte in einem Zeitrahmen von 20 Jahren nur wenig verändert werden. Das liegt daran, dass bereits die Generation der heutigen Eltern deutlich kleiner ist. Die Demografie besitzt einen direkten und signifikanten Einfluss auf verschiedenste wirtschaftliche Kennzahlen, weshalb auch viele bestehende und etablierte Trends einen Bruch erleben werden. Davon könnte auch der Trend der seit 30 Jahren ununterbrochen steigenden Immobilienpreise betroffen sein. Denn mit einer stagnierenden Wirtschaft, steigenden Zinsen und einem sich verlangsamenden (und langfristig sogar negativen) Bevölkerungswachstum ist der Druck auf die Preise in einem bereits überhitzten Immobilienmarkt nicht von der Hand zu weisen.

Was diese Entwicklung besonders spannend macht, ist dass die Demografie sich im Gegensatz zu Zinsen und BIP regional sehr stark unterscheidet. Dies beschränkt sich nicht nur auf offensichtliche Unterschiede wie die Grösse und Stadtnähe einer Gemeinde. In vielen Fällen unterscheiden sich Gemeinden, die sich bezüglich Grösse und Lage stark ähneln, in Bezug auf ihre Altersstruktur und Migrationstrends deutlich. Wenn folgend die Annahme korrekt ist, dass die Immobilienpreise in Zukunft vor allem durch die Demografie getrieben werden, dann kann auch eine Zunahme von regionalen Disparitäten in der Preisbildung erwartet werden. Es wird also zunehmend wichtiger, in welchen Gemeinden Immobilieninvestitionen getätigt werden. Investoren werden sich dafür immer stärker mit den demografischen Risiken einer Gemeinde auseinandersetzen müssen. Neben traditionellen Bewertungsmethoden, die sich auf die Eigenschaften einer spezifischen Immobilie konzentrieren, werden vermehrt auch neue, demografische Faktoren in die Bewertung einer Immobilie einfließen müssen. Dies erfordert ein grundlegendes Umdenken von Immobilieninvestoren. Zukünftig erfolgreiche Investoren werden diese Entwicklungen früh erkennen und bereits heute handeln müssen, bevor sich die demografischen Trends auf die Preisentwicklung auswirken.

## 5. Datengrundlagen

Die Analysen dieser Studie basieren in erster Linie auf öffentlich verfügbaren und in der wissenschaftlichen Diskussion etablierten Daten. Auf Gemeindeebene existieren keine frei verfügbaren Bevölkerungsprognosen. Diese wurden von Demografik auf Basis der Szenarien für die Kantone des BFS erstellt. Dabei decken sich die prognostizierten Bevölkerungszahlen für die Gemeinden in ihrer Summe mit den kantonalen Prognosen des BFS. Unterschiede in den Entwicklungen innerhalb der Gemeinden basieren auf den aktuellen Altersstrukturen sowie aktuellen Trends in den Migrationsströmen zwischen den Gemeinden. Auf Basis dieser Bevölkerungsprognosen werden ebenfalls Prognosen für die Leerstandsziffern einzelner Gemeinden angefertigt. Diese berücksichtigen auch die zukünftige Altersstruktur sowie Bautrends in den Gemeinden. Weitere Informationen dazu sind unter [www.ziffre.ch](http://www.ziffre.ch) erhältlich. Sämtliche Datenquellen sind in Tabelle 4 zusammengefasst.

Daten	Quelle	Bemerkungen
Immobilienpreise	SWX IAZI Investment Real Estate Price Index	Online verfügbar unter <a href="http://www.iazicifi.ch/produkt/swx-iazi-indizes/">www.iazicifi.ch/produkt/swx-iazi-indizes/</a>
Bruttoinlandprodukt	BFS: <i>Wachstums- und Produktivitätsstatistik (WPS) – Reales BIP pro Kopf</i>	Online verfügbar unter <a href="https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/querschnittsthemen/wohlfahrtsmessung/gueter/oekonomische-gueter/reales-bip-prokopf.html">https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/querschnittsthemen/wohlfahrtsmessung/gueter/oekonomische-gueter/reales-bip-prokopf.html</a>
Hypothekarzinsen	Datenportal der Schweizerischen Nationalbank – variabelverzinsliche Hypotheken	Online verfügbar unter <a href="https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/zikreddet">https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/zikreddet</a>
Szenarien der Bevölkerungsentwicklung	Bundesamt für Statistik – Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz und der Kantone 2020-2050	Online verfügbar unter <a href="http://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/bevoelkerung/zukuenftige-entwicklung/schweiz-szenarien.html">www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/bevoelkerung/zukuenftige-entwicklung/schweiz-szenarien.html</a>
Ausländische Bevölkerungsentwicklung	UN Population Division – World Population Prospects 2019	Online verfügbar unter <a href="http://population.un.org/wpp/">population.un.org/wpp/</a>
Bevölkerungsentwicklung auf Gemeindeebene	Demografik	Eigene Hochrechnungen auf Basis der Annahmen des BFS und aktuellen Trends in den Migrationsströmen zwischen Gemeinden
Prognose der Leerstandsziffern	Demografik - ziffre	weitere Informationen unter <a href="http://www.ziffre.ch">www.ziffre.ch</a>

Tabelle 4: Datenverzeichnis



## Literaturverzeichnis

- BFS. (2020). *Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz und der Kantone 2020 - 2050*. Von <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/bevoelkerung/zukuenftige-entwicklung/schweiz-szenarien.html> abgerufen
- BFS. (2021). *Wachstums- und Produktivitätsstatistik (WPS) - Reales BIP pro Kopf*. Von <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/querschnittsthemen/wohlfahrtsmessung/gueter/oekonomische-gueter/reales-bip-pro-kopf.html> abgerufen
- BFS. (2021b). *Monitoring der Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz 2020-2050*.
- Buchmann, M., & Christ, T. (2022). Das Demografische Risiko von Immobilieninvestitionen. In H. Budliger, *Demografie, Wohnen, Immobilien*. Springer Gabler Verlag.
- Cervellati, M., Sunde, U., & Zimmermann, K. F. (2017). Demographic dynamics and long-run development: insights for the secular stagnation debate. *Journal of Population Economics*, 30(2), 401–432.
- FINMA. (2021). *FINMA Risk Monitor 2021*.
- Goodhart, C., & Pradhan, M. (2020). *The Great Demographic Reversal*. Springer Nature.
- IAZI. (2021). *SWX IAZI Investment Real Estate Price Index*. Von <https://www.iazicifi.ch/produkt/swx-iazi-indizes/> abgerufen
- Lunsford, K. G., & West, K. D. (October 2019). Some Evidence on Secular Drivers of US Safe Real Rates. *American Economic Journal: Macroeconomics*(4), S. 113-139.
- OECD. (2022). *Economic Survey of Switzerland (January 2022)*.
- SNB. (2022). *Datenportal der Schweizerischen Nationalbank - Variabelverzinsliche Hypotheken*. Von <https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/zikreddet> abgerufen
- UBS. (2022). *UBS Swiss Real Estate Bubble Index*.
- UN Population Division. (2019). *World Population Prospects 2019*. Von <https://population.un.org/wpp/> abgerufen