

Überhitzung oder Abkühlung am Schweizer Immobilienmarkt? – Einfluss von Wirtschaftszyklen und Zinsen

Die Preise steigen nur noch an guten Lagen

Von Pascal Gantenbein

Nach einem beispiellosen Anstieg der Immobilienpreise in verschiedenen Ländern und einer Phase historisch tiefer Zinsen ist die Unsicherheit über die Entwicklung an den Finanz- und den Immobilienmärkten spätestens seit diesem Jahr wieder gewachsen. Viele Marktteilnehmer befürchten entweder eine Zunahme der Inflation oder eine wirtschaftliche Abschwächung.

Tatsächlich gibt es Signale für beide Szenarien: Einerseits ist sowohl in den USA als auch in Europa und Japan die Arbeitslosigkeit zurückgegangen, und die Langfristzinsen sind seit 2005 gestiegen. Infolgedessen haben die Zentralbanken die Zinsen am kurzen Ende teilweise massiv erhöht, am stärksten das Fed. Andererseits belasten die Zinsen die Finanzierung und den Konsum, der in den letzten zehn Jahren besonders in den USA und in Grossbritannien teilweise durch eine Erhöhung der hypothekarischen Verschuldung finanziert worden ist. Erste Signale für eine mögliche Abkühlung an den Immobilienmärkten gab es im Juni dieses Jahres denn auch, als sowohl im US- wie auch im britischen Immobilienmarkt wieder rückläufige Preise beobachtet wurden. Hinzu kommt, dass auf Grund der bislang regen Nachfrage nach Immobilien sowohl im Wohnungs- als auch im Wirtschaftsbau das Angebot in Europa inklusive der Schweiz sowie in den USA massiv ausgeweitet worden ist. Was bedeuten diese Entwicklungen für die Immobilienmärkte in der Schweiz? Und welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Portfolios der Investoren?

Konjunktur und Geldpolitik

Als Erstes ist festzuhalten, dass Immobilienpreise stark von makroökonomischen und regulatorischen Faktoren abhängen. Heute besteht beispielsweise weitgehend Einigkeit über die Determinanten, die zum Aufschwung der Immobilienmärkte in den Achtzigerjahren beigetragen haben: ein ausgeprägtes Wachstum des BIP, die grosszügige Versorgung der Wirtschaft mit Krediten, eine markante Ausweitung anlagensuchenden Kapitals im Zuge des BVG von 1985 sowie eine Verknappung des bebaubaren Bodens infolge der Umsetzung der Raumplanung.

Belastend dagegen wirkten in der darauf folgenden Phase ab 1990 neben den dringlichen Bodenrechtsbeschlüssen von 1989 besonders das sehr hohe Zinsniveau sowie der Rückgang des BIP-Wachstums von 8,4% 1990 auf 0,5% 1996 im Zuge der Inflationsbekämpfung. Der Aufschwung sowie die nachfolgende Krise im Immobilienmarkt waren mithin zumindest von der Richtung her nicht irrational, sondern eine Folge makroökonomischer und regulatorischer Einflüsse.

Der Effekt von Zinsänderungen auf Immobilienpreise hängt in hohem Masse von der Wirtschaftslage ab: Auf der einen Seite führt ein Zinsanstieg zwar wie für Aktien und Bonds auch für Immobilien zu einer stärkeren Diskontierung zukünftiger Rückflüsse und damit zu einer Wertreduktion. Wenn allerdings der Zinsanstieg in eine Wachstumsphase fällt, reagiert die Ertragsseite häufig positiv, was sich wiederum stabilisierend bis förderlich auf den Immobilienwert auswirkt.

Vermögensumschichtungen

Entscheidend ist, ob und wie schnell ein Zinsanstieg in höhere Mieteinnahmen umgesetzt werden kann. Da die Vermietung im kommerziellen Sektor konjunkturabhängiger ist als im Wohnbereich, ist die konjunkturelle Situation bei der Beurteilung der Auswirkungen von Zinsänderungen für Immobilienaktiengesellschaften bedeutsamer als für Immobilienfonds. Fonds reagieren ohnehin zinsensitiv, was man dieses Jahr etwa am Rückgang der Agios von über 30 auf aktuell rund 23% infolge des Zinsanstiegs beobachten konnte. Ein Zinsanstieg am kurzen Ende dagegen entsteht im Zuge der Inflationsbekämpfung und belastet die Immobilienmärkte sowohl über die Nachfrageseite als auch über die Verteuerung der Finanzierung.

Immobilienpreise waren stets auch durch Vermögensumschichtungen ge-



Noch boomt der Wohnungsbau. Der demografische Wandel wird aber langfristig Nachfrage und Nutzung beeinflussen. BILD: SANDRA MEIER

prägt. In den vergangenen acht Jahren wurde intensiv in Immobilien investiert, und ihre Preise haben angezogen, während in den acht Jahren zuvor devestiert wurde. Hierfür massgebend waren ausser den makroökonomischen Grössen auch die spezifische Risikoneigung und -aversion der Marktteilnehmer. So hat sich die (zum Beispiel in Form des Credit spread messbare) Risikoaversion an den Finanzmärkten nach den Krisen in Asien und Russland 1997/1998, nach dem Kursrückgang an den Aktienmärkten im Jahr 2000 sowie nach 9/11 deutlich erhöht und erst 2004 wieder zurückgebildet. Anlagegelder wurden von den plötzlich als uninteressant und gefährlich eingestuften Aktienmärkten abgezogen und in die Immobilienmärkte umgeschichtet.

Gebremster Aufwärtstrend

Was heisst das nun für Immobilieninvestitionen zum heutigen Zeitpunkt? Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz dürfte sich gemäss aktueller Prognose der Kof, der SNB sowie der Grossbanken gegenüber dem derzeit hohen Niveau leicht abschwächen, jedoch robust bleiben. Die Inflationsaussichten sind auf Grund der bisher geringen Teuerungsrate günstig. Auch die erwarteten Wachstumsraten der Weltwirtschaft gehen bei weiterhin positivem Trend etwas zurück, und für die USA wird eine weiche Landung prognostiziert: Die Abkühlung am US-Immobilienmarkt sollte dank des Arbeitsmarkts und des Ölpreises nicht zu einem Einbruch der Konsumentenstimmung führen.

Zudem sind die langfristigen realen Zinsen im historischen Vergleich immer noch recht tief. Für den Schweizer Immobilienmarkt vorteilhaft ist ferner die Tatsache, dass der seit 2000 verzeichnete Preis-

anstieg im internationalen Vergleich und im Durchschnitt moderat ausgefallen ist. Ausserdem sind die Kapitalmarktzinsen seit Juni 2006 wieder leicht gesunken.

Es gibt auch Risiken

Gleichwohl gibt es Risiken: kurzfristig vorab das, dass den USA das gewünschte Soft landing nicht gelingt, etwa wenn das über Hypothekenausleihungen finanzierte Konsumwachstum infolge des markanten Zinsanstiegs, der bereits rückläufigen Immobilienpreise oder anderer ungünstiger Entwicklungen stärker abnimmt als vorhergesagt. Dies hätte auch Auswirkungen auf die europäischen Immobilienmärkte, insbesondere angesichts des hiesigen partiellen Angebotsüberhangs in den Märkten für Büro- und Wohnflächen. Gleichzeitig sind in Europa Zinserhöhungen sowohl am kurzen wie auch am langen Ende keineswegs ausgeschlossen.

Immobilieninvestoren sollten ebenfalls die Folgen des demografischen Wandels beachten. In der Schweiz geht das Bundesamt für Statistik in einem mittleren Szenario von einem Rückgang der Erwerbsbevölkerung ab 2019 sowie von einem Rückgang der Wohnbevölkerung ab 2036 aus. Eine ähnliche Entwicklung der Bevölkerungszusammensetzung gibt es in den anderen europäischen Ländern. Dies, gekoppelt mit der voraussichtlich im selben Zeitraum beginnenden Devestition der zweiten Säule, wird sich nicht nur mittelfristig im Markt für Büroflächen niederschlagen, sondern längerfristig auch im Wohnungsbau. Zumindest in der langen Frist sind Vermögensumschichtungen absehbar. Immobilieninvestoren sollten bereits bei der Planung die sich im Zuge der Alterung verändernden Wohn- und Nutzungsbedürfnisse berücksichtigen.

Investoren mit einem grossen realwirtschaftlichen Exposure etwa in Form eines möglichen Verlusts des Arbeitsplatzes sollten sich nicht in Immobilien engagieren, wenn sie das Immobilienrisiko nicht diversifizieren können. Denn Immobilienpreise sind eng mit der Konjunktur korreliert. Die gegenseitige Abhängigkeit zwischen Immobilienmärkten und dem realwirtschaftlichen Wachstum erklärt zwar die tiefe Korrelation zu den Finanzmärkten. Allerdings bedeutet sie andererseits auch ein Risiko.

Die Risikoprämien von Immobilienanlagen haben denn auch weniger finanzwirtschaftlichen Charakter, sondern entschädigen die Investoren ausser für die Illiquidität vor allem für das konjunkturelle Risiko dieser Anlageklasse. Immobilien mit hohem realwirtschaftlichem Exposure, typischerweise in Zentren, haben tendenziell eine höhere durchschnittliche Wertrendite als solche an peripheren Lagen. Dafür leiden sie in der Krise auch mehr.

Geringes Aufwertungspotenzial

Aus diesen Überlegungen sowie auf Basis von Bewertungsmodellen scheint das generelle Aufwertungspotenzial für Schweizer Immobilien inzwischen eher begrenzt zu sein. Zwar mögen Schweizer Immobilien gerade für ausländische Investoren noch attraktiv sein. Allerdings sind weitere Preissteigerungen derzeit höchstwahrscheinlich auf sehr gute Lagen beschränkt. Dies wird zum einen dazu beitragen, dass das Immobilienbusiness noch professioneller wird: Es gibt eine stärkere Differenzierung, die Rendite wird künftig weniger durch den Preisauftrieb am Markt als vielmehr durch die Qualität der Projekte und des Managements bestimmt. Zum anderen wird die Nachfrage nach Diversifikation und Absicherung von Immobilieninvestments zunehmen, was der Verbreitung von neuen Beteiligungsmöglichkeiten wie Zertifikaten und Immobilienderivaten Vorschub leisten wird.

Kurz- bis mittelfristig bestimmen somit die weltwirtschaftliche Entwicklung sowie Inflation, Zinsen und Geldpolitik die Immobilienmärkte. Längerfristig sollte auch die demografische Entwicklung in die Bewertung einfließen. Insgesamt erscheint ein Crash am Schweizer Immobilienmarkt unwahrscheinlich, aber es gibt weniger Preisfantasie.

Prof. Dr. Pascal Gantenbein arbeitet am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen und war dieses Jahr als Gastprofessor an der HEC Paris. Er ist stv. wissenschaftlicher Leiter des Center for Urban & Real Estate Management Curres in Zürich, das ein Masterstudium in Immobilienmanagement auf universitärem Niveau anbietet.

Studie Wohnungsmarkt

Erste Zeichen von Sättigung

Im Schweizer Wohnungsmarkt machen sich Sättigungstendenzen bemerkbar. Immer mehr verschiebt sich die Nachfrage für Wohneigentum hin zum Einfamilienhaus. Das Zürcher Immobilienberatungsunternehmen Wüest & Partner kommt in seiner halbjährlichen Studie «Immo-Monitoring» zum Schluss, dass sich der Preistrend für Stockwerkeigentum Richtung Stagnation entwickelt.

Bereits findet eine Verlagerung des Neubaus von Eigentums- zu Mietwohnungen statt. Dadurch nimmt die Liquidität am Mietwohnungsmarkt zu. Die Leerstandsquote liegt aber gesamtschweizerisch immer noch auf bescheidenen 2,6%. Einen Angebotsüberhang gibt es an Kleinwohnungen. Im Gleichgewicht ist die Nachfrage für Mietwohnungen mit fünf und mehr Zimmern, während es für gleich grosse Eigentumswohnungen ein Überangebot gibt. Die Angebotsmieten (von Wohnungsanbietern in Inseraten und im Internet verlangte Mieten) dürften in den nächsten zwölf Monaten 2,4% steigen. Markant verteuern dürften sich dagegen die Mietwohnungen in der von Wohnungsknappheit geprägten Westschweiz. In der Region Zürich und der Innerschweiz wird das Preiswachstum überdurchschnittlich bleiben, am schwächsten dagegen in der Ostschweiz mit 1,3%.

Unattraktive Agglomerationen

Von der guten Konjunktur profitiert der Einfamilienhausmarkt. Trotz stabiler und hoher Nachfrage werden die Angebotspreise gesamtschweizerisch nur noch 2% steigen. Günstiger Einfluss auf die anhaltend gute Einfamilienhausnachfrage haben die weiterhin niedrigen Hypothekenzinsen. An der Spitze der Preisentwicklung sind die Westschweiz mit 2,6% Wachstum und das Tessin mit gar erwarteten 3,2%, während die Preise in der Region Zürich sich im schweizerischen Durchschnitt entwickeln dürften. Eine Verschiebung gibt es in den Wohnortpräferenzen. Die Mietwohnungssuchenden zieht es verstärkt in die grossen und kleinen Zentren; die Wohneigentumskäufer dagegen konzentrieren sich auf kleine Zentren und periphere Gemeinden. Die Agglomerationen als typische Wohn- und Arbeitsplatzgemeinden im Umfeld der grossen Städte sind in beiden Fällen die Verlierer.

Im konjunkturellen Aufwind ist der Büromarkt. Gesamtschweizerisch verharrt die Leerstandsquote zwar auf 12%, erstmals nimmt sie in den Grosszentren jedoch wieder ab. Mit einer überbordenden Preisentwicklung ist aber nicht zu rechnen. Ebenfalls verringert haben sich in Zürich und Genf die leerstehenden Verkaufsfächen.

Schweizer Immobilien sind für internationale Investoren attraktiv. Die hohen Gesamtrenditen in den europäischen Märkten waren in der Vergangenheit vor allem auf massive Wertsteigerungen zurückzuführen. In Grossbritannien und Spanien scheint der Immobilienboom nun zu Ende zu gehen, während in Nord- und Osteuropa und der Schweiz die Wertsteigerungsrenditen zunehmen. Die stabilen Mieten und die günstige Refinanzierung sorgen gar für eine im europäischen Vergleich hohe reale Netto-Cash-flow-Rendite von über 3% in der Schweiz. **KK**

«Immo-Monitoring 2007», Fokus Wohnungsmarkt, Band 1 und 2, Preis: 390 Fr.; Bezug: Wüest & Partner Zürich, Fax 044 289 90 01

