Pensimo

Pensimo Management AG
Obstgartenstrasse 19
Postfach 246, 8042 Zürich

+41 43 255 21 00
pensimo.ch

Diskussionspapier

Steht der Schweiz eine Immobilienkrise bevor?

Autoren: Stefan Fahrländer, Dominik Matter & Veronika Pichler
Fahrländer Partner Raumentwicklung AG (FPRE)

August 2019

Inhaltsverzeichnis

1 Die Ausgangslage und die Fragestellungen 3
1.1 Krise – was ist das überhaupt? 4
1.2 Vor Veränderungen gab es allerlei Marktgeflüster 4

2 Die Zyklizität des Immobilienmarkts 5
2.1 Bei der Wertentwicklung von Immobilien spielen verschiedene Faktoren zusammen 5
2.2 Die Zyklen im Immobilienmarkt sind nicht genau prognostizierbar 6
2.3 Der Aufschwung nach der Rezession von 1982 befeuerte auch den Immobilienbereich 8
2.4 Die Krise der 1990er-Jahre führte zu sinkender Nachfrage bei steigendem Angebot 11

3 Der Vergleich der aktuellen Marktlage mit früheren Entwicklungen 13
3.1 Wiederholen sich heute die Vorgänge der 1980er-Jahre? 13
3.2 Die MFH-Bruttorenditen sinken, während die Marktwerte steigen 16

4 Die Tiefzinsen und ihre Auswirkungen 18
4.1 Es wird lange dauern, bis sich ein Zinsanstieg auf den Referenzzinssatz auswirkt 18
4.2 Die Unterbewertung von Immobilien ermöglicht Verkaufsgewinne 18
4.3 Nationalbank und FINMA warnen vor steigenden Risiken im Immobilienmarkt 20
4.4 Ein realer Zinsanstieg dürfte auf die Immobilienmärkte durchschlagen 21
4.5 Was wäre, wenn es in der EU zu einer Krise käme? 22
4.6 Europa profitiert von der guten Lage der Weltwirtschaft 23

5 Die Risiken für eine neue Immobilienkrise 25
5.1 Es gibt erste Anzeichen für eine Trendwende im Immobilien-Transaktionsmarkt 25
5.2 Eine Rezession oder stark steigende Zinsen könnten eine Krise auslösen 26

6 Das Fazit 27
6.1 Die heutige Situation präsentiert sich anders als die in den 1980er-Jahren 27
6.2 Schon ein moderater Zinsanstieg kann zu erheblichen Preisrückgängen führen 28
6.3 Trotz Risiken ist nicht mit einer neuen Immobilienkrise zu rechnen 29

Literaturverzeichnis 30

Abstract

Seit Beginn dieses Jahrtausends kennen die Immobilienpreise für Renditeliegenschaften nur eine Richtung: nach oben! Inzwischen warnt die Schweizerische Nationalbank SNB vor dem Risiko substanzieller zukünftiger Preiskorrekturen im Segment der Wohnrenditeliegenschaften.[1] Schon einmal, in den 1990er-Jahren, hat die Schweiz eine schwere Immobilienkrise durchlebt, die auch negative Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft hatte. Stehen wir wieder vor einer Immobilienkrise? Wenn ja: Wann wird sie eintreten? Was sind die Auslöser? Und wie stark wird sie die Immobilienmärkte und die Wirtschaft betreffen?

Ein Vergleich der damaligen Krise und deren Vorgeschichte mit der aktuellen Situation zeigt, dass sich die wirtschaftlichen und demografischen Rahmenbedingungen in den 1980er-Jahren von den Entwicklungen der jüngeren Vergangenheit deutlich unterscheiden. Ähnlich wie Ende der 1980er-Jahre befinden sich die Immobilienmärkte zwar auch heute in einer aussergewöhnlichen Situation, hauptsächlich ausgelöst durch die historisch niedrigen Zinsen. Ein Anstieg der Zinsen, wie er laut Expertenmeinung früher oder später erfolgen muss, wird zu sinkenden Marktwerten für Renditeliegenschaften führen. Gleichzeitig deuten die steigenden Wohnungsleerstände in der Peripherie darauf hin, dass sich in diesen Regionen ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage aufbaut, das sich negativ auf die Marktwerte von Mehrfamilienhäusern auswirken könnte.

Fahrländer Partner Raumentwicklung geht jedoch davon aus, dass es nicht zu einer Krise kommt, sondern eine allmähliche Anpassung an «normale» Verhältnisse absehbar ist. Dieser Übergang zur Normalität dürfte allerdings noch einige Jahre auf sich warten lassen, wobei dies insbesondere für die abnormale Zinssituation gilt.

1 Die Ausgangslage und die Fragestellungen

813 Milliarden Schweizer Franken – so hoch war die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank (SNB) im Herbst 2018. Wenig erstaunlich, dass angesichts dieser Werte – die immerhin rund 120 Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung der Schweiz entsprechen – nicht nur die Ökonomen nervös werden.

Die SNB hat ihre Bilanz natürlich nicht zum Spass aufgebläht, sondern weil sie ihren Auftrag verfolgt: «Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.» So steht es in Artikel 5, Absatz 1 des Nationalbankgesetzes. Das Äufnen der Devisenreserven geschah im Kampf gegen eine übermässige Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro. Das gleiche Ziel verfolgte die SNB mit der Einführung der Negativzinsen. Sicherlich gab auch die Hoffnung, die Inflation wieder auf ein normales Niveau zu bringen, Anlass zu dieser Massnahme.

Während die SNB bei der Verfolgung des ersten Ziels erfolgreich war und ist, liegt die allgemeine Teuerung noch immer weit unter dem angestrebten Zielband. Dafür haben die tiefen Zinsen zu einem Preisanstieg in einem anderen Bereich geführt: «Asset Price Inflation» (Vermögenspreisinflation). Sowohl auf den Anleihen- als auch den Aktienmärkten hat das billige Geld zu Rekordpreisen geführt. Und dann sind da noch die Immobilien, deren Preise seit 20 Jahren ebenfalls eine Phase durchlaufen, die man inflationär nennen kann. Dies gilt zwar weniger für das Segment Wohneigentum, wo die Werte seit 2014 stagnieren, dafür umso mehr für Renditeliegenschaften, namentlich Mehrfamilienhäuser (MFH). Die Entwicklung der Marktwerte von MFH kann zu einem geringeren Teil auf steigende Erträge zurückgeführt werden. Der grosse

[1] SNB (2019)

Treiber waren sinkende Renditeerwartungen der Investoren. Der «Schuldige» ist schnell gefunden: die Zinsen.

Diese Entwicklungen beurteilt auch die SNB seit einigen Jahren als besorgniserregend. Sie warnt vor der Gefahr von substanziellen Preiskorrekturen auf den Märkten für Wohnrenditeliegenschaften, die nicht nur die Investoren, sondern auch die finanzierenden Banken in Bedrängnis bringen könnten. Schon einmal, in den 1990er-Jahren, hat die Schweiz eine schwere Immobilienkrise durchlebt, die auch negative Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft hatte. Stehen wir wieder vor einer Immobilienkrise? Wenn ja, wann wird sie eintreten? Was sind die Auslöser? Und wie stark wird sie die Immobilienmärkte und die Wirtschaft betreffen?

Diese Fragen sollen im Rahmen dieser Studie beantwortet werden. Dabei wird einerseits die Situation vor Ausbruch der Krise zu Beginn der 1990er-Jahre analysiert und mit den aktuellen Gegebenheiten verglichen. Andererseits werden die aus heutiger Sicht zu erwartenden Entwicklungen der wichtigsten Einflussgrössen sowie die bestehenden Risiken – auch mit Blick nach Europa – betrachtet.

1.1 Krise – was ist das überhaupt?

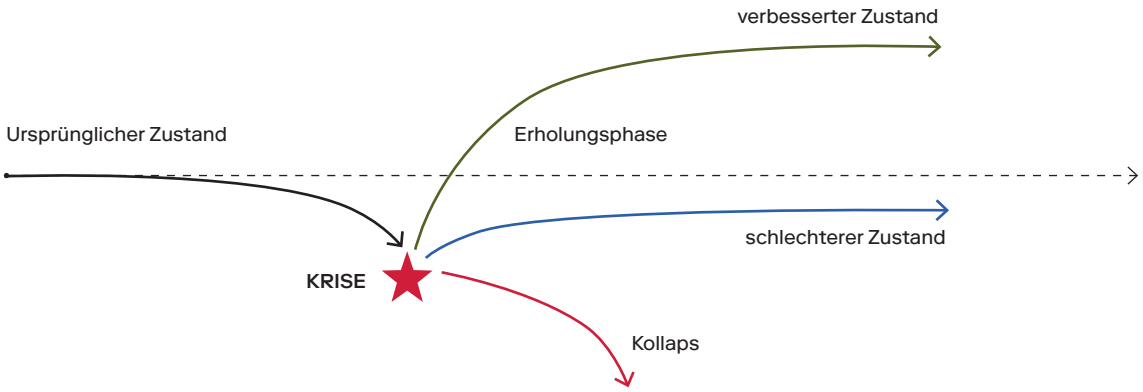
Der Duden definiert «Krise» wie folgt:[2]

1. schwierige Lage, Situation, Zeit [die den Höhe- und Wendepunkt einer gefährlichen Entwicklung darstellt]; Schwierigkeit, kritische Situation;
   Zeit der Gefährdung, des Gefährdetseins

2. Medizin
   kritischer Wendepunkt bei einem Krankheitsverlauf; Krisis

Abbildung 1 stellt die Krise als kritischen Wendepunkt einer gefährlichen Entwicklung dar. Die Situation hat sich bereits davor verschlechtert, danach folgt entweder die Erholungsphase oder es kommt zum Kollaps, im Falle einer Wirtschaftskrise zum Zusammenbruch.

Abb. 1: Krise als kritischer Wendepunkt



Darstellung: FPRE

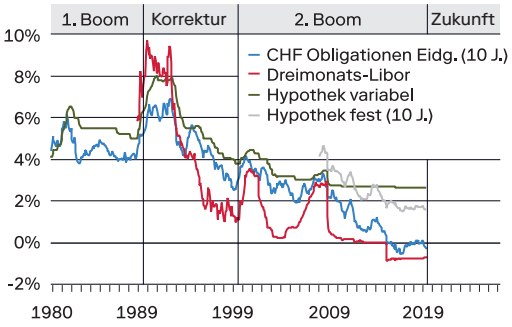
1.2 Vor Veränderungen gab es allerlei Marktgeflüster

«Billiger wird es nie mehr.» Solche und ähnliche Aussagen waren Ende der 1980er-Jahre in Bezug auf die Immobilienmärkte verbreitet. 1990/1991 platzte eine Immobilienblase und es folgte ein Jahrzehnt der Korrektur und Stabilisierung. Das Ende des Kalten Krieges sowie der

[2] Duden, www.duden.de/rechtschreibung/krise [12.07.2019]

Zweite Golfkrieg im Herbst 1990 dürften die eigentlichen Auslöser für die Wirtschaftskrise der 1990er-Jahre gewesen sein. Vor dem Hintergrund der steigenden Inflationsraten hatte die SNB bereits 1989 begonnen, die Zinsen anzuheben. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und die Teuerung blieben aber gering, worauf die Zinsen im folgenden Jahr nochmals angehoben wurden. Eine Zinssenkung zur Stützung der Konjunktur war wegen der durch die Ölpreise angeheizten Inflation nicht mehr möglich. Die Hypothekarzinsen erreichten in den Jahren 1990 bis 1992 Höchststände (gegen 8%, vgl. Abbildung 2).

Abb. 2: Zinsentwicklung



Quelle: SNB, FPRE

«Billiger wird es nie mehr.» Solche und ähnliche Aussagen waren auch Ende der 2000er-Jahre gang und gäbe. Die anziehenden Leitzinsen (Dreimonats-Libor, Abbildung 2) leiteten 2007/2008 eine Normalisierung ein. Der Normalisierungsprozess wurde durch die Finanzkrise sowie die nachfolgenden Krisen abrupt gestoppt. Allerdings wurde das Wirtschaftswachstum in der Schweiz weniger stark getroffen als zunächst befürchtet, denn die nach unten korrigierten Wachstumsprognosen wurden bereits nach einem Jahr für das Jahr 2010 wieder erhöht.

«Es wird wohl wieder billiger.» So klingt es heute. Die Kernfragen sind allerdings: Wann und in welchem Ausmass erfolgt der Anpassungsprozess und wie sieht er dann aus?

2 Die Zyklizität des Immobilienmarkts

2.1 Bei der Wertentwicklung von Immobilien spielen verschiedene Faktoren zusammen

Der Immobilienzyklus kann anhand der Entwicklung der Immobilienpreise verfolgt werden. Die Preisdefinition von Immobilien ist allerdings komplex und weniger eindeutig als z.B. jene von Aktien, die an der Börse gehandelt werden. Basis für die Preisbildung bildet auch im Immobilienbereich die Ermittlung des Marktwerts. Einfach formuliert errechnet sich dieser Wert aus den potenziellen Nettoerträgen geteilt durch den Kapitalisierungssatz (vgl. Abbildung 3). Der Nettoertrag ist abhängig vom Angebot und Nachfrage auf dem Flächenmarkt, den Regulierungen (z.B. Mietrecht) und der Inflation. Der Kapitalisierungssatz wird durch die Verzinsungserwartung, den Anlagedruck etc. beeinflusst.

Abb. 3: Berechnung Marktwert einer Immobilie (Ertragswertmethode)

$$\frac{\text{Nettoertrag}}{\text{Zins}} = \text{Wert}$$

Nettoertrag = f(Angebot, Nachfrage, Regulierung, Inflation)
Zins = f(Verzinsungserwartung, Anlagedruck, Übertreibung, Regulierung)

Darstellung: FPRE

Zu beachten ist, dass der Ertrag auf den Nutzermärkten und der Zins auf den Kapitalmärkten bestimmt wird. Der Eigentümer einer Liegenschaft hat also nur begrenzte Möglichkeiten, den Wert seiner Immobilie zu beeinflussen.

Definition des Marktwerts

«Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen ein Immobilienvermögen am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.»[3]

Der Preis einer Immobilie ist der bei einer Handänderung tatsächlich erzielte Erlös. Er wird durch die spezifischen Rahmenbedingungen und Wertvorstellungen der Transaktionspartner mitbestimmt. In Fällen, in denen mehrere Angebote praktisch gleich hoch sind wie das Angebot des Höchstbietenden, entspricht der tatsächliche Kaufpreis auch dem Wert der Immobilie. Im Allgemeinen liegen die konkreten Angebote jedoch weit auseinander. Die Spannbreite ist umso grösser, je spezieller die Immobile ist.

Da die Immobilienportfolios zum Marktwert bewertet werden, bestimmen letztlich die Freihandtransaktionen – in der Schweiz dürften es wenige Hundert pro Jahr sein – den Wert des gesamten Immobilienbestandes.

2.2 Die Zyklen im Immobilienmarkt sind nicht genau prognostizierbar

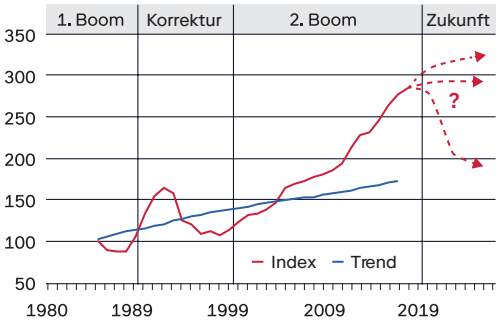
Immobilienkrisen rufen häufig schwere konjunkturelle Verwerfungen hervor. Die USA und Spanien können ein Lied davon singen. Beide Länder rutschten wegen Verwerfungen auf dem heimischen Immobilienmarkt in schwere Rezessionen ab und brauchten lange, um sich wieder zu erholen. In den 1990er-Jahren durchlebte auch die Schweiz eine tiefe Krise am Häusermarkt und eine heftige Rezession. Immobilienzyklen können aber auch positive Wachstumskräfte freisetzen. So half das von der starken Zuwanderung und den immer niedrigeren Zinsen ausgelöste Immobilien-Hoch mit, die Schweiz durch die konjunkturellen Wirren der Finanzkrise ab 2007 zu steuern.[4]

Was aber, wenn sich der Immobilienzyklus seinem Ende zuneigt? Da der Zyklus keiner regelmässigen Sinuskurve entspricht, ist er auch nicht genau prognostizierbar: Der Aufschwung in den 1980er-Jahren war von viel kürzerer Dauer als der seit der Jahrtausendwende beobachtbare Aufschwung (vgl. Abbildung 4). Daraus kann aber nicht geschlossen werden, dass auch der nächste Abschwung länger dauern wird.

Es ist davon auszugehen und auch empirisch belegt, dass es langfristige Trendentwicklungen gibt und dass dabei signifikante Änderungen – so genannte Strukturbrüche – sehr selten sind (vgl. Abbildung 4). Da in der Realität keine Verstetigung der Entwicklungen erzielt werden kann, liegen die beobachtbaren Verhältnisse mal über, mal auf und mal unter dem Trend. Auch wenn sie weit über dem Trend liegen, darf eine Rückkehr zum Trend erwartet werden. Diese kann aber auf verschiedene Arten erfolgen. Sei es, dass der Trend mittels Inflation den Index «einholt», sei es, dass die Märkte korrigieren und so auf den Trend oder darunter sinken. Das Wann und das Wie erfolgt nicht regelbasiert, sondern hängt von den konjunkturellen und politischen Entwicklungen ab.

[3] Marktwert-Definition gemäss International Valuation Standards 2017, IVS 104 30.1.
[4] NZZ (2017)

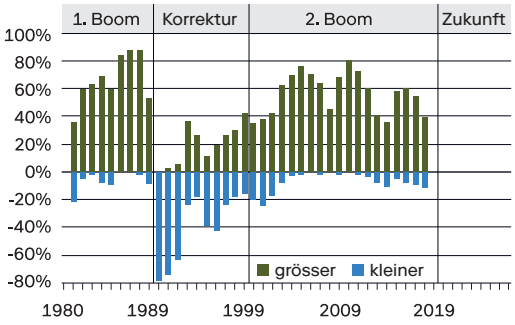
Abb. 4: Preisindex und Trend für MFH



Indexreihe für MFH Schweiz 1985–2018; Quelle: RESC FPRE

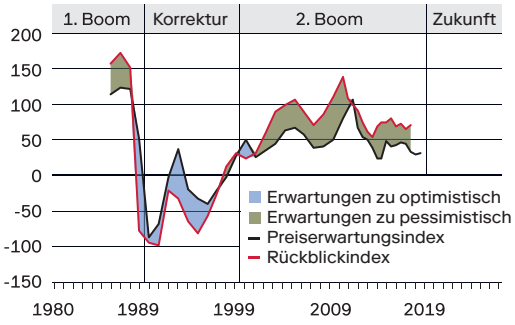
Der Hauseigentümerverband (HEV) Schweiz führt seit 1980 jährlich eine Expertenbefragung zu wichtigen Grössen des Schweizer Immobilienmarktes durch, darunter zur Entwicklung der Nachfrage nach MFH (vgl. Abbildung 5). Mittlerweile liegen 38 Datenpunkte (1981–2018) vor. Dies entspricht einer aussergewöhnlich langen Zeitreihe, die in diesem Bericht zur Unterstützung und Veranschaulichung herangezogen wird.

Abb. 5: Entwicklung der MFH-Nachfrage



Antwort auf die Frage: Wie hat sich die Nachfrage nach MFH in den letzten 12 Monaten entwickelt?; Quelle: HEV Schweiz, FPRE

Abb. 6: MFH-Preise: Erwartung vs. Rückblick



Quelle: HEV Schweiz, FPRE

Wie Abbildung 6 anhand der Differenz der Preiserwartungen für MFH im Vergleich zur retrospektiven Einschätzung ein Jahr später zeigt, neigen selbst Experten dazu, die Volatilität der Märkte zu unterschätzen. Sowohl in den 1980er-Jahren als auch seit dem Jahr 2000 sind die Experten rückblickend immer wieder überrascht, wie dynamisch sich die Märkte entwickelt haben. Im Abschwung der 1990er-Jahre waren sie zusätzlich überrascht, dass sich die Märkte noch schlechter entwickelt haben als erwartet.

Dass die Immobilienmärkte zyklisch sind und einen enormen Effekt auf die ökonomische Entwicklung einer Volkswirtschaft haben können, hat die Krise der 1990er-Jahre gezeigt. Für eine Untersuchung des aktuellen Immobilienzyklus und dessen zukünftige Entwicklung sind die Immobilienpreise und damit auch die Entwicklung der Marktwerte von zentraler Bedeutung. Die Marktwerte ihrerseits werden zu einem grossen Teil auf den Nutzermärkten und Kapitalmärkten bestimmt. Deshalb ist es unabdingbar, beide Märkte zu analysieren. Die zentralen Fragen für die kommenden Jahre lauten:

Nutzermärkte:
- Wie entwickeln sich die Nutzermärkte im Raum nachfrageseitig?
- Wie entwickeln sie sich angebotsseitig?
- Gibt es politische/regulatorische Einflussnahmen?
- Fungiert eine generelle Inflation als Treiber für die Erträge?

Kapitalmärkte (Verzinsung):
- Wie entwickelt sich die Verzinsung von Immobilien?
- Wie entwickelt sich das generelle reale Zinsniveau?
- Kommt es zu Übertreibungen (Blase)?
- Gibt es politische/regulatorische Einflussnahmen?
- Erfolgen langsame oder schnelle Anpassungen und in welchem Ausmass?

In einem ersten Schritt werden jedoch die Entwicklungen in den 1980er-Jahren, die Lage Ende der 1980er-Jahre, die Auslöser für die Krise sowie die Korrektur in den 1990er-Jahren beleuchtet, um die Erkenntnisse anschliessend mit der aktuellen Lage vergleichen zu können.

2.3 Der Aufschwung nach der Rezession von 1982 befeuerte auch den Immobilienbereich

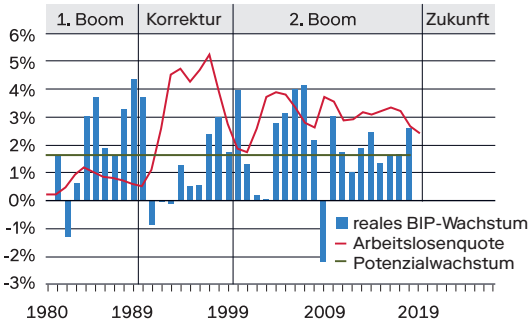
Schweizer Wirtschaft

Zu Beginn der 1980er-Jahre waren in der Schweiz die Nachwirkungen des zweiten Ölpreisschocks noch allgegenwärtig. Die hohe Inflationsrate wurde mit noch höheren Zinsen bekämpft, was sich negativ auf das Wirtschaftswachstum auswirkte und 1982 in einer Rezession resultierte. Ab 1984 erholte sich die Wirtschaft deutlich, wozu nicht zuletzt der starke Rückgang der Ölpreise und die geringe Teuerung beitrugen.

In den folgenden sechs Jahren wies die Schweizer Wirtschaft Wachstumsraten auf, die deutlich über dem Potenzialwachstum lagen (vgl. Abbildung 7). Gleichzeitig sank die Arbeitslosenquote unter 1% (Überbeschäftigung).

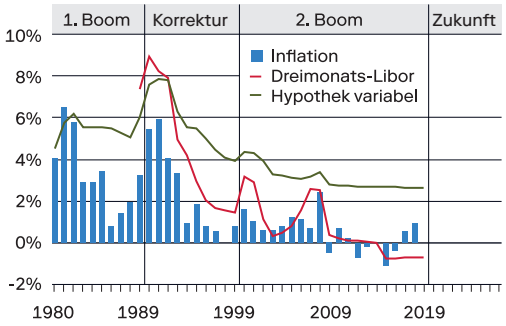
Die fehlende Internationalisierung der Märkte für Produktionsfaktoren – insbesondere Arbeit – verhinderte die ausreichende Ausdehnung der Produktionskapazitäten durch Zuwanderung oder durch die Verlagerung der Produktion ins Ausland. Die Folge waren steigende Preise und Löhne (Lohn-Preis-Spirale), so dass gegen Ende der 1980er-Jahre sowohl die Teuerung als auch die Zinsen wieder das Niveau der frühen 1980er-Jahre erreichten oder gar übertrafen (vgl. Abbildung 8).

Abb. 7: BIP-Wachstum, Arbeitslosenquote



Quelle: SECO, SNB, FPRE

Abb. 8: Inflationsrate und Zinsentwicklung



Quelle: BFS, SNB, FPRE

Bevölkerung und Zuwanderung

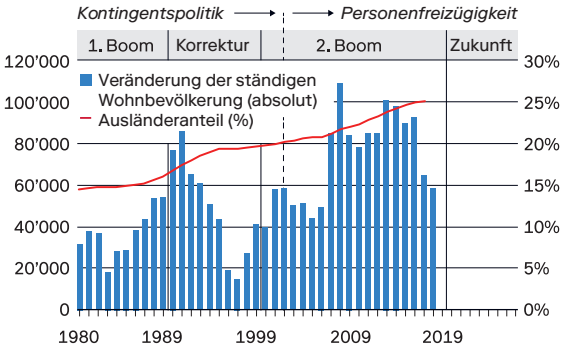
Nach einem geringen Wachstum der ständigen Wohnbevölkerung in der ersten Hälfte der 1980er-Jahre folgte in der zweiten Hälfte ein deutlicher Anstieg (vgl. Abbildung 9). Dieser Zuwachs hing aber weniger mit einer Einwanderung von Arbeitskräften zusammen, sondern war auf die verstärkte Umwandlung von Saisonniers- in Jahresaufenthaltsbewilligungen (Saison-

niers wurden nicht zur ständigen Wohnbevölkerung gezählt) sowie eine Änderung der Ausländergesetzgebung, die für Jahresaufenthalter neu den Familiennachzug erlaubte, zurückzuführen.[5]

Dieses teilweise also nur statistisch bedingte Wachstum der ständigen Wohnbevölkerung führte entsprechend zu einem bescheidenen, aufgrund der Kontingente zusätzlich begrenzten, effektiven Anstieg der Erwerbsbevölkerung. Zudem betraf dieses Wachstum vor allem die Einwanderung von niedrig Qualifizierten.[6]

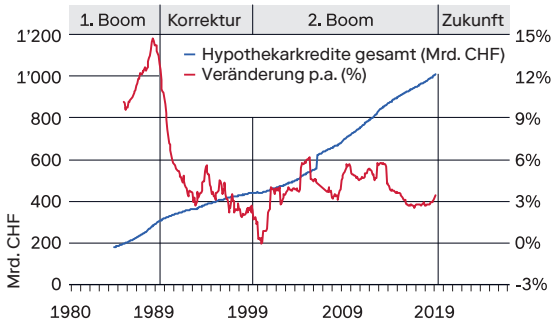
In der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre waren die Kontingente überwiegend ausgeschöpft, was es Firmen verunmöglichte, weitere Personen aus dem Ausland zu beschäftigen. Insbesondere hoch qualifizierte Immigranten konnten nicht mehr zugelassen werden. Die «Arbeitsmenge» war damit begrenzt, was sich bei hoch qualifizierter Arbeit, die im Zuge des Beginns der Digitalisierung und Automatisierung immer wichtiger wurde, besonders akzentuierte.

Abb. 9: Ständige Wohnbevölkerung



Quelle: BFS, FPRE

Abb. 10: Hypothekarvolumen Inland



Quelle: BFS, FPRE

Wohnungsmarkt

Die ab Mitte der 1980er-Jahre herrschende wirtschaftliche Euphorie, die damit verbundene Immigration sowie die Ausweitung des Familiennachzugs hatten erhebliche Auswirkungen auf die Immobilienmärkte. Steigende Einkommen und sinkende Zinsen verbesserten die Tragbarkeit von Wohneigentum, wodurch dieses für breitere Bevölkerungsschichten attraktiv wurde. Gleichzeitig wuchs die Zahl der Wohnbevölkerung in der Schweiz, wobei insbesondere der Familiennachzug auch eine starke Zusatznachfrage nach Familienwohnungen auslöste. Währenddessen sank die Nachfrage nach Kleinwohnungen für Einpersonenhaushalte.

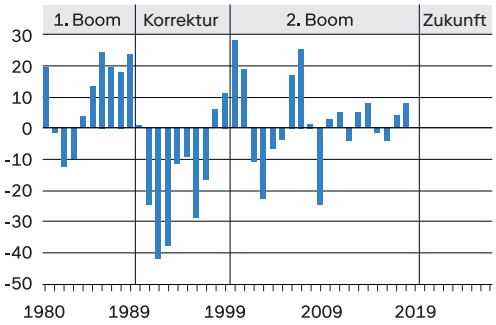
Die Zunahme der Nachfrage im Wohneigentumsbereich ist mitverantwortlich für die deutliche Ausweitung der Hypothekarausleihungen der Banken. Bis 1990 kann ein massiver Anstieg der Fremdfinanzierung beobachtet werden (vgl. Abbildung 10). Der grösste Teil des Anstiegs ist allerdings dem Segment der Renditeliegenschaften zuzuordnen.

Immobilien als Anlage

In der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre herrschte eine lang anhaltende gute Stimmung (vgl. Abbildung 11). Um die steigende Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern befriedigen zu können, bauten die Firmen ihre Kapazitäten aus. Trotz Ausweitung der Betriebsflächen (vgl. Abbildung 12) wurden weiterhin zusätzliche Geschäfts- und Produktionsflächen benötigt.

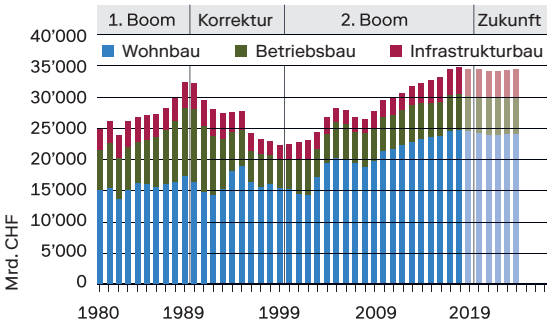
[5] Bundesgesetz über Aufenthalt und Niederlassung der Ausländer ANAG bzw. dessen Vollziehungsverordnung ANAV
[6] Die Kontingente wurden jährlich festgelegt und den Kantonen zugeteilt.

Abb. 11: Abweichung der Konsumentenstimmung vom langfristigen Mittel



Quelle: SECO, FPRE

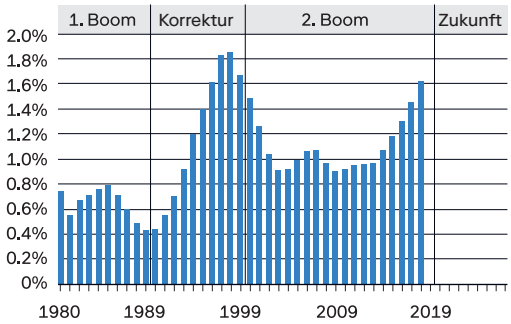
Abb. 12: Bauausgaben im Hochbau (nur Neubauten)



Neubauten ohne Umbau und Renovation; Quelle: BAK, BFS, FPRE

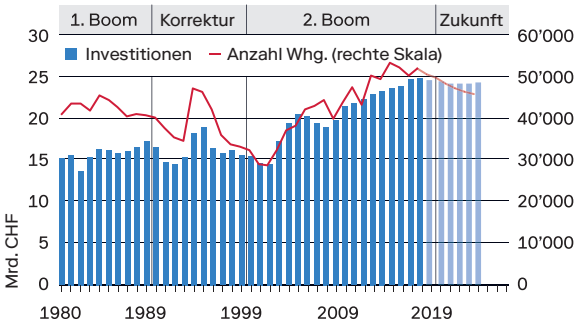
Aber nicht nur im Geschäftsflächenbereich, auch im Mietwohnungsmarkt konnte das Angebot mit der Nachfrage nicht Schritt halten: Die Leerstände sanken (vgl. Abbildung 13) und die Marktmieten stiegen. In den Zentren fanden Demonstrationen gegen die Wohnungsnot statt. Die anziehenden Mieten und die sinkenden Leerstände führten zu einer Intensivierung der Planungs- und Bautätigkeit (vgl. Abbildung 14).

Abb. 13: Leerstandsquote



Quelle: BFS, FPRE

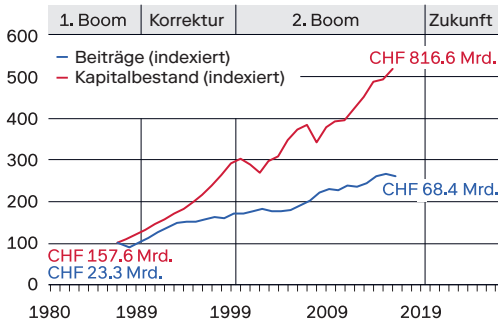
Abb. 14: Wohnbautätigkeit (nur Neubauten)



Neubauten ohne Umbau und Renovation; Quelle: BAK, BFS, FPRE

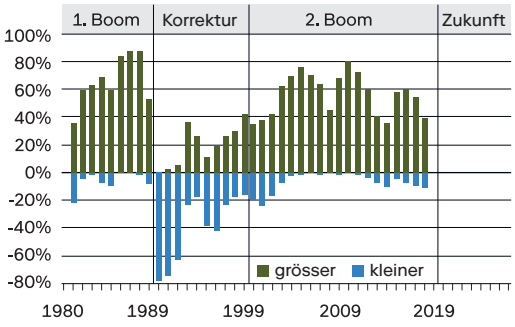
Auch investorenseitig war die Nachfrage gross: Einerseits dürfte der Börsencrash von 1987 insbesondere Private dazu bewogen haben, vermehrt in andere Anlageklassen zu investieren, andererseits hatten die Pensionskassen (PK) als Folge des PK-Obligatoriums von 1985 einen massiven Anlagebedarf. Abbildung 15 zeigt die Entwicklung des BVG-Kapitalbestands und der Beiträge von 1987 bis heute.

Abb. 15: Berufliche Vorsorge – Beiträge und Kapitalbestand (indexiert)



Beiträge inkl. Eintrittseinlagen und Kapitalerträge;
Quelle: BFS, FPRE

Abb. 16: Entwicklung der MFH-Nachfrage

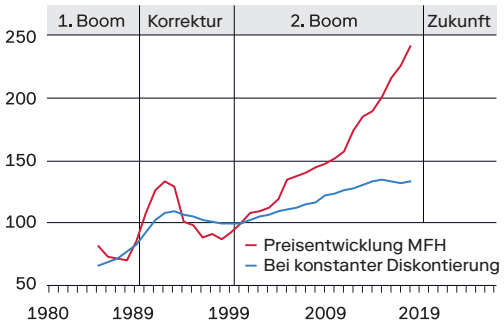


Antwort auf die Frage: Wie hat sich die Nachfrage nach MFH in den letzten 12 Monaten entwickelt?; Quelle: HEV Schweiz FPRE

Nach der rückläufigen Nachfrage im Zuge der Rezession von 1982 beobachtete ein geringer Teil der Antwortenden der HEV-Umfrage eine sinkende Nachfrage nach MFH und ein immer grösserer Teil eine steigende Nachfrage. In der Umfrage vom Herbst 1990 drehte sich das Bild dann komplett und es wurde ein massiver Einbruch der Nachfrage beobachtet (vgl. Abbildung 16).

Wie Abbildung 17 verdeutlicht, sind die Preise von MFH in der Periode von 1987 bis 1992 deutlich gestiegen. Das Preiswachstum betrug stolze 87% (vgl. Tabelle 1). Dabei kann der grössere Teil der Wertänderung durch die steigenden Mieten begründet werden. Dies erstaunt angesichts der hohen Inflationsraten und der damit verbundenen Überwälzung auf die Bestandsmieten in Kombination mit der starken Zusatznachfrage nicht. «Nur» 37% des Wertanstiegs sind auf die sinkende Verzinsung zurückzuführen, wobei die Bewertungspraxis – damals wurde überwiegend bruttokapitalisiert – einen gewissen dämpfenden Einfluss auf diesen Index ausüben könnte.

Abb. 17: Preisentwicklung in Abhängigkeit der Diskontierung



Index 2000 = 100; Quelle: RESC FPRE

Tab. 1: Dekomposition der Preisentwicklung auf Ertrags- und Verzinsungseffekte

	Entwicklung 1987–1992		
	MFH	Büro	Verkauf
Preisentwicklung	87%	43%	60%
Beitrag Ertragsseite	50%	11%	24%
Beitrag Verzinsungsseite	37%	32%	36%

Quelle: RESC FPRE

Lage Ende der 1980er-Jahre

Auf den Nutzermärkten führt der Familiennachzug für Personen mit B-Bewilligung zu einem Nachfrageschub im Wohnungsmarkt. Statt kleineren Wohnungen werden nun Familienwohnungen begehrter, d.h. die nachgefragten Qualitäten der Wohnungen verändern sich. Durch die Hochkonjunktur entsteht eine hohe Konsumbereitschaft. Die Überbeschäftigung löst eine Lohn-Preis-Spirale aus, die eine steigende Inflation nach sich zieht.

Vor dem Hintergrund der boomenden Wirtschaft ist ab Mitte der 1980er-Jahre ein deutlicher Anstieg der Nachfrage nach Wohn- und Geschäftsflächen festzustellen. Da das Angebot an entsprechenden Flächen nicht schnell genug ausgedehnt werden kann, führt der Nachfrageüberhang zu stark steigenden Preisen in allen Segmenten. Verschärfend kommt der Anlagedruck durch die obligatorische berufliche Vorsorge hinzu (Kapitalakkumulation). Die hohe Inflation sowie die Gefahr spekulativer Tendenzen auf den Immobilienmärkten zwingen die SNB, die Zinsen kontinuierlich anzuheben.

2.4 Die Krise der 1990er-Jahre führte zu sinkender Nachfrage bei steigendem Angebot

Verschiedene Faktoren kommen rückblickend als Auslöser für die Immobilienkrise der 1990er-Jahre in Frage oder hatten einen verstärkenden Effekt:

- Die starke Rezession und das Ende der Euphorie (Ende des Kalten Krieges, EWR-Nein, Kuwait-Krieg) verbunden mit anhaltend hoher Teuerung und entsprechend hohen Hypothekarzinsen führten zu einem starken Rückgang der Nachfrage nach praktisch allen Immobiliennutzungen.

- Viele Geschäftsflächen und Wohnungen in MFH, die in den Boomjahren geplant wurden, kamen aufgrund der langen Bauzeit erst zu einem Zeitpunkt auf den Markt, als die Nachfrage bereits stagnierte bzw. rückläufig war. Dies führte zu einem Anstieg der Leerstände, wodurch die Erträge und in der Folge auch die Marktwerte unter Druck kamen.

- Da damals ein Grossteil der Hypotheken variabel verzinst wurde, führte der Zinsanstieg Ende der 1980er-Jahre zu einer starken Mehrbelastung der Wohneigentümer. Als die Zinsen im Jahr 1990 aufgrund der hohen Teuerung erneut angehoben wurden, waren viele Eigentümer nicht mehr in der Lage, ihre Schulden zu bedienen.

- Die Preise für Wohneigentum hatten bereits 1989 ihren Höhepunkt erreicht, was nicht zuletzt auf den durch den Zinsanstieg ausgelösten Nachfragerückgang zurückgeführt werden kann. Die Seitwärtsentwicklung der Preise in den Jahren 1990/1991 dürfte den Glauben an den immerwährenden Anstieg der Immobilienpreise nachhaltig erschüttert haben.

- In der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre wurde der Anstieg der Immobilienpreise durch Spekulation zusätzlich angeheizt. Dies funktioniert aber nur, wenn eine genügend grosse Zahl von Marktteilnehmern an einen weiteren Anstieg der Preise glaubt. Erst dann kann mit Sicherheit ein Käufer gefunden werden, der das Objekt zu einem höheren Preis kauft. Vor diesem Hintergrund wurden auf politischer Ebene verschiedene Massnahmen diskutiert und teilweise auch umgesetzt, in einigen Kantonen z.B. höhere Grundstückgewinnsteuern bei kurzer Haltedauer.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Entwicklungen auf den Nutzermärkten in Kombination mit dem veränderten Anlageverhalten die Krise ausgelöst haben.

Die beschriebenen Entwicklungen auf den Nutzermärkten wie auch das veränderte Anlageverhalten waren Anlass, dass sich die Schweizer Wirtschaft in einer labilen Verfassung befand. Vor dem Hintergrund der steigenden Inflationsraten hatte die SNB bereits 1989 begonnen, die Zinsen anzuheben. Die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum und die Teuerung blieben aber vergleichsweise gering. Die Zinsen wurden dann im folgenden Jahr noch einmal angehoben.

Die eigentlichen Auslöser für die Wirtschaftskrise der 1990er-Jahre dürften das Ende des Kalten Krieges sowie der Zweite Golfkrieg im Herbst 1990 gewesen sein. Angesichts des massiven Anstiegs der Ölpreise wurde damals aber «nur» mit einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur, nicht mit einer Rezession gerechnet. Eine Zinssenkung zur Stützung der Konjunktur war zudem wegen der durch die Ölpreise angeheizten Inflation nicht möglich. Die variablen Hypothekarzinsen erreichten in den Jahren 1990 bis 1992 mit gegen 8% Höchststände. Insbesondere der Umstand, dass die Leitzinsen ab 1991 trotz der Rezession hoch blieben, führte damals zu harscher Kritik an der SNB, die Krise damit verschärft zu haben (vgl. Abbildung 2, Seite 5).

Tatsächlich fiel die Schweizer Wirtschaft in eine lange anhaltende Rezession. Die Konsumentenstimmung trübte sich deutlich ein und ihre Abweichung vom langfristigen Mittel sackt in den negativen Bereich ab (vgl. Abbildung 11, Seite 10). Zudem stagnierte zwischen 1991 und 1996 das reale Bruttoinlandprodukt, das Bevölkerungswachstum sank und die Arbeitslosigkeit erreichte bis anhin nicht für möglich gehaltene Werte. Die gleichzeitig auftretende Krise auf den Bau- und Immobilienmärkten dürfte dazu beigetragen haben, dass der Aufschwung so lange auf sich warten liess.

Auch fielen das EWR-Nein der Schweiz, welches das Wachstum verlangsamt haben dürfte, der Umbau der Schweizer Volkswirtschaft von der industriellen Massenproduktion hin zu Spezialitäten im 2. Sektor sowie insbesondere der Wandel zur Dienstleistungsgesellschaft in dieses Jahrzehnt. Im Zuge der Wachstumsschwäche wurden 1994/1995 Wachstumsprogramme aufgelegt, vor allem im Wohnungs- und Infrastrukturbau. Ausserdem wurde die Lex Friedrich (heute Lex Koller) gelockert, um ausländische Investitionen zu erleichtern. All dies verdeutlicht, wie ungünstig die Konjunkturlage damals war.

Das starke Wirtschaftswachstum – verbunden mit Immigration – führte Ende der 1980er-Jahre sowohl bei den Mietwohnungs- als auch bei den Büroflächenmärkten zu einem Nachfrageüberhang, der zu steigenden Neumieten führte. Aufgrund der hohen Inflation stiegen auch die Mieten für Bestandswohnungen. Dies sowie die sinkenden Leerstände erhöhten bereits die Bewertungen von Wohn- und Geschäftsliegenschaften. Aufgrund der starken Nachfrage der Investoren sanken zudem die Renditeerwartungen, was die Preise zusätzlich trieb.

Mit der Vollbremsung der Konjunktur 1990/1991 und den sehr hohen Hypothekarzinsen kam es sowohl auf den Nutzer- als auch den Investorenmärkten zu einem eigentlichen Einbruch der Nachfrage nach praktisch allen Nutzungen, wodurch – mit Verzögerung – die Mieten und die Preise unter Druck gerieten.

3 Der Vergleich der aktuellen Marktlage mit früheren Entwicklungen

3.1 Wiederholen sich heute die Vorgänge der 1980er-Jahre?

Wie die Gesamtwirtschaft, weist auch der Immobilienmarkt einen langfristigen Trend auf, um den herum er schwankt. In konjunkturell guten Zeiten dürften die Immobilienpreise tendenziell über dem Trend liegen, in konjunkturell schwierigen Zeiten eher darunter. Bei speziellen Konstellationen – insbesondere aufgrund von politischen Veränderungen oder starken Verwerfungen – können sich die Immobilienpreise relativ weit von ihm entfernen.

Liegen die nominalen Preise deutlich über dem Trend, so sind Anpassungsprozesse wahrscheinlich, wobei diese auf unterschiedliche Art erfolgen können:

- Die Immobilienpreise können nominal sinken, wobei dazu ein Auslöser notwendig ist. Solche Auslöser können ein massives Überangebot oder ein Einbruch der Nachfrage sein, beispielsweise aufgrund gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, einem anders gearteten Stimmungsumschwung oder auch regulatorischen Veränderungen.

- Die Immobilienpreise können nominal mehr oder weniger stagnieren, eventuell sogar ein wenig steigen, real aber aufgrund einer starken Inflation sinken, während die nominale Entwicklung des an sich realen Trends dynamischer wird.

Weichen Märkte über längere Zeit von einer Trendentwicklung ab oder reagieren sie über längere Zeit nicht so, wie dies aus theoretischer Sicht zu erwarten ist, wird oftmals mit einem sogenannten Strukturbruch argumentiert. Strukturbrüche sind in der Realität aber extrem selten und die Begründung «heute ist alles anders» stellt sich rückwirkend oftmals als Irrtum heraus.

Betreffend Immobilienpreise existieren Zeitreihen über mehrere hundert Jahre (z.B. Paris: beginnend im Jahr 1200; Amsterdam: 1628; norwegische Städte: 1819; USA: 1890). Wie Untersuchungen dieser langen Reihen – die grossen Kriege, Industrialisierung, Weltwirtschaftskrise, Tertiärisierung etc. abdecken – zeigen, liegt die reale Entwicklung der Immobilienpreise nach Abzug der Altersentwertung sehr nahe bei Null.[7] Strukturbrüche werden dabei sehr selten festgestellt. Der einzige vermutete Strukturbruch ist die Ablösung Amsterdams durch London als zentraler Handelsplatz Ende des 18. Jahrhunderts. Insgesamt sind diese Untersuchungen ein starkes Indiz dafür, dass Immobilienpreise zwar zyklisch schwanken, aber mittel- bis langfristig real mehr oder weniger konstant sind.

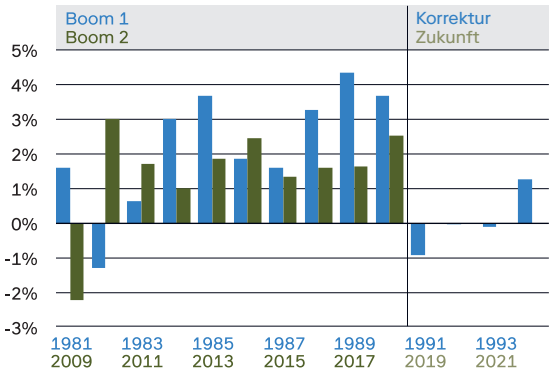
Die Abbildungen 18 bis 26 stellen die Entwicklung der wichtigsten ökonomischen Kennzahlen der Jahre 1981 bis 1990 (blau) – also in den zehn Jahren vor Ausbruch der Krise – jener der vergangenen zehn Jahre (2009 bis 2018, grün) gegenüber.

[7] Friggit (2008)

Schweizer Wirtschaft und Zuwanderung

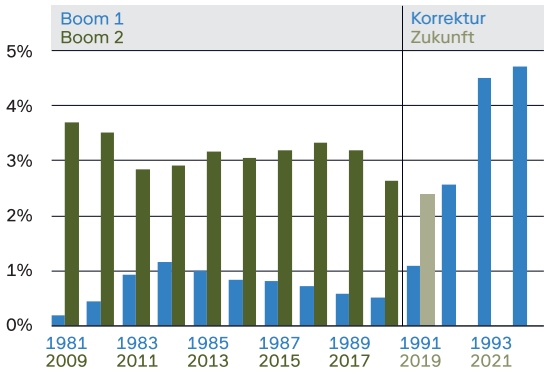
Der Vergleich der Entwicklung des Bruttoinlandprodukts (BIP) zeigt die Phase der Hochkonjunktur in den 1980er-Jahren (vgl. Abbildung 18). Zwar waren die Wachstumsraten zwischen 1981 und 1990 annähernd so volatil wie in den vergangenen zehn Jahren, lagen aber meistens auf erheblich höherem Niveau. Das hohe Wirtschaftswachstum ging in den 1980er-Jahren mit einem deutlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit einher (vgl. Abbildung 19), was nicht zuletzt auf die Kontingentspolitik zurückzuführen war. Waren die Kontingente ausgeschöpft, bestand keine Möglichkeit, zusätzliche ausländische Arbeitskräfte in die Schweiz zu holen. Im Zeitraum von 2009 bis 2018 konnte erst in den letzten Jahren eine sinkende Arbeitslosenquote verzeichnet werden. Vorher wurde der Bedarf an Arbeitskräften dank der Personenfreizügigkeit und der hohen Immigration problemlos gedeckt. Erst der Rückgang der Zuwanderung ab 2014 zeigte Wirkung (vgl. Abbildung 20).

Abb. 18: Reales BIP-Wachstum



Quelle: SECO, SNB, FPRE

Abb. 19: Arbeitslosigkeit

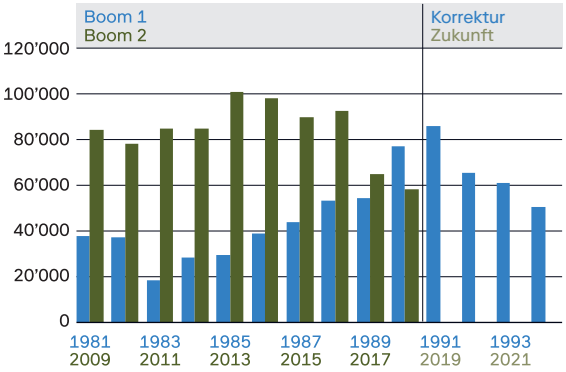


Quelle: SNB, FPRE

Bevölkerung und Wohnungsmarkt

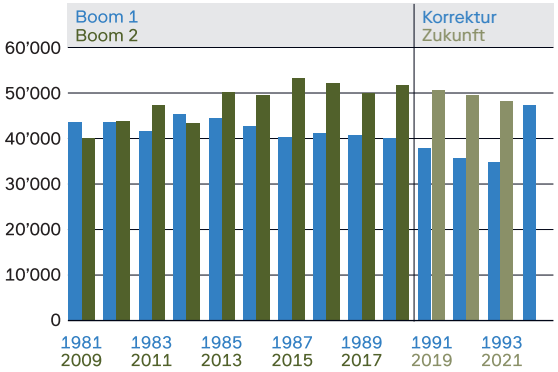
Besonders deutlich werden die Unterschiede zwischen den Entwicklungen in den 1980er-Jahren und der jüngeren Vergangenheit beim Blick auf das Bevölkerungswachstum und die Wohnbautätigkeit. Während sich in den Jahren vor der Krise das Wachstum der ständigen Wohnbevölkerung Jahr für Jahr beschleunigte (vgl. Abbildung 20), ging die Zahl der neu erstellten Wohnungen zurück (vgl. Abbildung 21). Zwischen 2014 und heute verlief die Entwicklung beinahe gegenläufig: Trotz sinkender Nachfrage nach Wohnraum wurde weiterhin eine grosse Anzahl Wohnungen gebaut, und auch künftig ist mittelfristig höchstens ein geringfügiger Rückgang der Bautätigkeit zu erwarten.

Abb. 20: Wohnbevölkerung



Ständige Wohnbevölkerung inkl. Geburtenüberschuss und Wanderungssaldo; 2018: Stand 3.Q. 2018; Quelle: SNB, FPRE

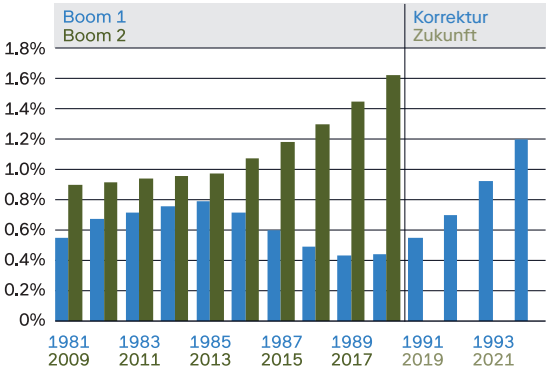
Abb. 21: Anzahl Wohnungen (Neubau)



Quelle: BAK, BFS, FPRE

Damit resultiert eine Entwicklung der Leerwohnungsziffer, wie sie im Vergleich der beiden Zeiträume unterschiedlicher kaum sein könnte: sinkende Leerstände in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre gegenüber deutlich steigenden Leerständen in der jüngeren Vergangenheit (vgl. Abbildung 22). In den 1980er-Jahren ist damit keine Überproduktion respektive Produktion auf Halde festzustellen, es hätte mehr gebaut werden müssen (vgl. Kapitel 2.3). Der Streit um das knappe Angebot wirkte sich sowohl ertragsseitig als auch wertseitig auf den Markt aus.

Abb. 22: Leerwohnungsziffer

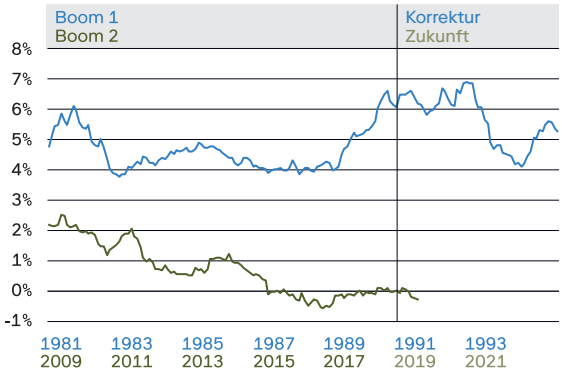


Quelle: BFS, FPRE

Immobilien als Anlage

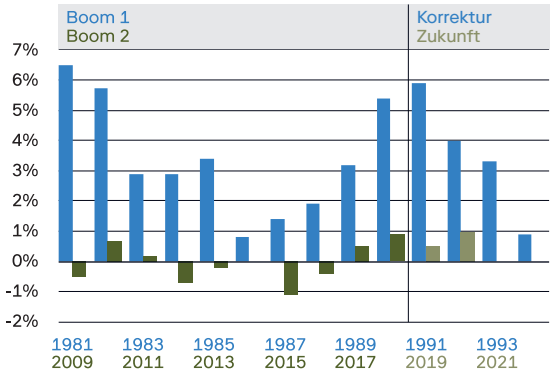
Abbildung 23 und Abbildung 24 zeigen eine der Hauptursachen dafür, dass gegenwärtig über die Möglichkeit einer erneuten Immobilienkrise gesprochen wird: Die über längere Zeit tiefe Inflation ist mitverantwortlich dafür, dass die Zinsen und damit auch die Renditen der Bundesobligationen in den letzten Jahren historische Tiefststände erreicht haben. Vielen Investoren blieb nichts anderes übrig, als ihr Geld in Immobilien anzulegen, was wiederum deren Preise in die Höhe trieb. Demgegenüber lag die generelle Jahresteuerung in den 1980er-Jahren mit wenigen Ausnahmen oberhalb der Bandbreite, die heute im Sinne der «Preisstabilität» angestrebt wird. Entsprechend hoch waren damals die Renditen der Bundesobligationen.

Abb. 23: Rendite der eidgenössischen Bundesobligationen



Quelle: OECD, SNB, FPRE

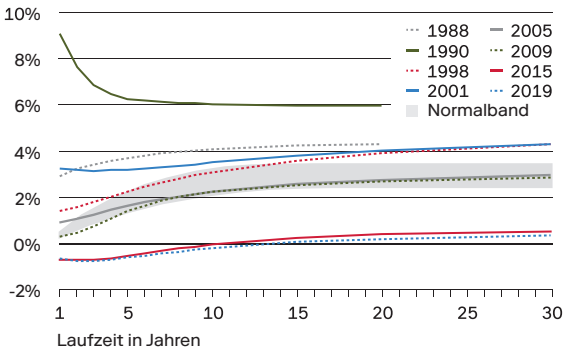
Abb. 24: Entwicklung der Inflation



Quelle: SECO, SNB, FPRE

Abbildung 25 stellt die Zinsstrukturkurven verschiedener Jahre dar. Die Zinskurven der Jahre 2005 und 2009 weisen einen normalen (steigenden) Verlauf auf, während 1990 eine inverse Zinsstrukturkurve auftritt. Im Gegensatz zur normalen Zinsstrukturkurve ist bei der inversen Kurve kurzfristig geliehenes Geld teurer als langfristige Kredite. Inverse Zinsstrukturkurven werden typischerweise als Zeichen einer kommenden Rezession interpretiert.

Abb. 25: Zinsstrukturkurven



Werte im Januar des jeweiligen Jahres; Normalband von FPRE;
Quelle: SNB, FPRE

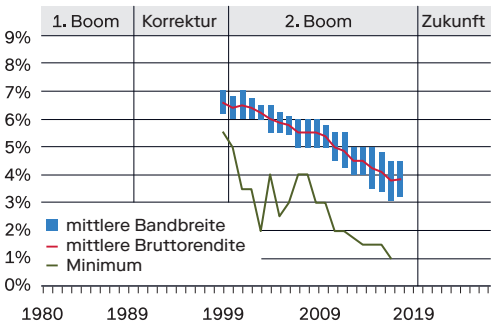
3.2 Die MFH-Bruttorenditen sinken, während die Marktwerte steigen

In der Umfrage des HEV werden seit dem Jahr 1999 die Bruttorenditen von gehandelten MFH erfragt, wobei je eine Frage Neu- und Altbauten betrifft. Die Umfrageteilnehmer sollen bei jeder Frage sowohl die Unter- als auch die Obergrenze in ihrer Region angeben.

Sind die Bruttorendite sowie die Netto-Mietzinseinnahmen bekannt, kann wiederum der Wert der Immobilie berechnet werden. Beim Kauf einer Immobilie (insbesondere im Neubaubereich) sind die Netto-Mietzinseinnahmen als gegeben zu betrachten: Es besteht kein Instandsetzungsbedarf und das Kaufangebot richtet sich nach der Renditeerwartung. Beobachtet ein Investor zum Beispiel hohe Renditen bei Obligationen oder Aktien, kann auch seine Renditeerwartung bei einer Immobilienanlage steigen. Damit sinkt unter sonst gleichen Bedingungen (c. p.) seine Zahlungsbereitschaft für die Immobilie.

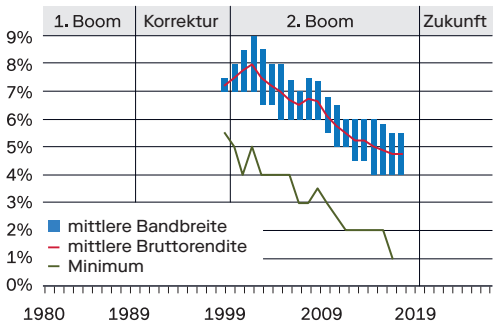
Abbildung 26 und Abbildung 27 zeigen, dass die Bruttorenditen für MFH seit Beginn der Beobachtungen deutlich gesunken sind, dass also die Marktwerte der Immobilien – auch bei konstanten Mietzinseinnahmen – gestiegen sind.

Abb. 26: Bruttorenditen von MFH (Neubau)



Quelle: HEV Schweiz, FPRE

Abb. 27: Bruttorenditen von MFH (Altbau)



Quelle: HEV Schweiz, FPRE

Dabei ist die Renditeerwartung an Standorten, die aus Sicht der Investoren geringe Risiken aufweisen, vergleichsweise gering und der Marktwert c. p. vergleichsweise hoch. An Standorten mit hohen Risiken ist die Renditeerwartung entsprechend höher und der Marktwert c. p. geringer.

Die dargestellte mittlere Bandbreite dürfte demnach die Renditeerwartung für neue MFH an grosszentralen Randlagen, an Standorten in der Agglomeration der Grosszentren sowie in Mittel- und Kleinzentren betreffen. Die Umfrage konzentriert sich jedoch auf den Deutschschweizer Mittellandbogen. Die Minima betreffen dagegen Standorte mit sehr geringen Risi-

ken, also primär die attraktivsten Stadtquartiere der Zentren sowie auch sogenannte «reiche Gemeinden».

Das starke Wachstum der MFH-Preise in der Periode von 1987 bis 1992 von 87% ist zu einem grösseren Teil mit steigenden Erträgen zu begründen. Im Vergleich dazu sind die Preise von Renditeliegenschaften in den letzten knapp 20 Jahren deutlich stärker angestiegen. Die Dekomposition in die Beiträge der Ertrags- und der Verzinsungsseite zeigt weiter, dass der Beitrag der Ertragsseite jüngst abgenommen und der Beitrag der Verzinsungsseite stark zugenommen hat: Rund drei Viertel der Wertänderung seit dem Jahr 2000 dürften mit sinkenden Verzinsungen zu begründen sein (vgl. Tabelle 2).

Tab. 2: Dekomposition der Preisentwicklung auf Ertrags- und Verzinsungseffekte (Vergleich 1987–1992 und 2000–2018)

	Entwicklung 1987–1992			Entwicklung 2000–2018		
	MFH	Büro	Verkauf	MFH	Büro	Verkauf
Preisentwicklung	87%	43%	60%	140%	23%	54%
Beitrag Ertragsseite (Nettocashflow)	50%	11%	24%	33%	-8%	10%
Beitrag Verzinsungsseite (Wertänderung)	37%	32%	36%	107%	31%	44%

Quelle: RESC FPRE

Tabelle 3 zeigt den Vergleich der Entwicklungen in der Gesamtwirtschaft wie auch der Immobilienmärkte von damals (1980er-Jahre) und heute. Obwohl einige Gemeinsamkeiten (bspw. Wirtschaftswachstum) zu beobachten sind, sind auch sehr gewichtige Unterschiede (bspw. bei der Inflation und der Geldpolitik), insbesondere in der Gesamtkonstellation, festzustellen.

Tab. 3: Vergleich Gesamtwirtschaft und Immobilienmärkte

Damals …	Heute …
Starkes Wirtschaftswachstum	Ansprechendes Wirtschaftswachstum
Starker 2. Sektor (Massenproduktion)	Spezialitäten im 2. Sektor/3. Sektor
Kapazitätsgrenze/Überbeschäftigung	Mehr Flexibilität im Dienstleistungssektor/ Personenfreizügigkeit
Immigration durch Familiennachzug und Flüchtlinge	Immigration weitgehend arbeitsmarktinduziert
Lohn-Preis-Spirale – Inflation	Geringe Inflation bzw. Disinflation
Anlagedruck und Spekulation	Anlagedruck
Zinsen als geldpolitisches Steuerungsinstrument	Zinssteuerung eher Abwehr von Wechselkurseffekten und Verhinderung von Deflation
Ventil: Inflation	Ventil: Wohnungsmarkt

Quelle: Einschätzung FPRE

Die augenfälligsten Unterschiede auf der Ertragsseite sind bei der Bevölkerungsentwicklung und dem Wohnungsbau zu finden. Verzinsungsseitig liegen die grössten Differenzen bei der Inflation sowie den Zinsen.

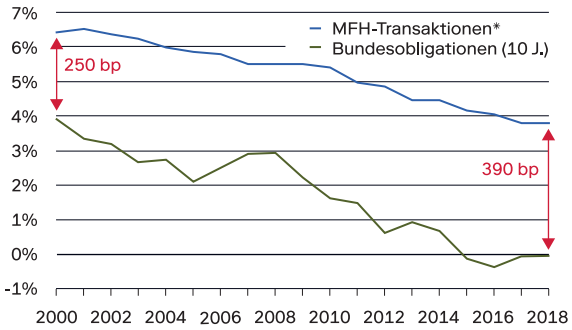
Weil das aktuelle Tiefzinsumfeld – kombiniert mit geringer Inflation – die jüngste Entwicklung der Marktwerte dominiert, widmet sich das folgende Kapitel dem zurzeit rekordtiefen Zinsniveau.

4 Die Tiefzinsen und ihre Auswirkungen

4.1 Es wird lange dauern, bis sich ein Zinsanstieg auf den Referenzzinssatz auswirkt

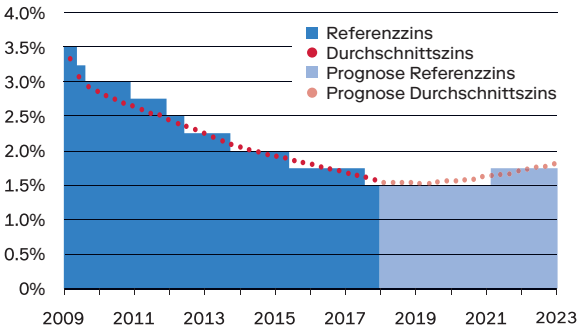
Der für die Bewertung von Renditeliegenschaften verwendete Diskontierungssatz entspricht der Renditeerwartung der Investoren. Weil der Diskontierungssatz von der Rendite alternativer Anlagen wie Aktien und Obligationen abhängt, beeinflusst das Zinsumfeld über den Marktwert die Bruttorendite. Im aktuellen Tiefzinsumfeld zeigt sich dies über sinkende Bruttorenditen bei MFH-Transaktionen, was eine Reaktion der Investoren auf die sinkende Rendite der Bundesobligationen ist (vgl. Abbildung 28). Dieser Mechanismus ist für rund drei Viertel des Marktwertanstiegs der vergangenen Jahre verantwortlich. Steigen die Zinsen, so werden auch die Renditen der Bundesobligationen steigen, die als Anlageklasse dadurch relativ attraktiver gegenüber Immobilien werden. Immobilieninvestoren werden dann ebenfalls eine höhere Rendite verlangen bzw. für einen gegebenen Nettoertrag einen tieferen Preis bezahlen. Ein Zinsanstieg führt damit zu sinkenden Marktwerten von MFH. Je höher die Zinsen steigen, desto höher ist der Marktwertverlust. Die vorhandene «Luft im System» und die Tatsache, dass die Spanne zwischen Obligationenrendite und Bruttorendite von MFH heute grösser ist als zu Beginn des Jahrtausends, dürften aber einen moderaten Zinsanstieg zunächst abfedern.

Abb. 28: Rendite-Spread



* Neubau, mittlere Rendite; Quelle: SNB, HEV Schweiz, FPRE

Abb. 29: Hypotheken und Referenzzins



Quelle: Zürcher Kantonalbank (2017)

Ertragsseitig hat das Zinsumfeld über den Referenzzinssatz, an welchem sich die Mieten in bestehenden Mietverhältnissen orientieren, einen Einfluss. Der Referenzzinssatz stützt sich auf den hypothekarischen Durchschnittszinssatz der Banken und wird jeweils auf den nächsten Viertelprozentwert gerundet. Steigen also die Hypothekarzinsen, können die Eigentümer die Bestandsmieten entsprechend erhöhen und so den Effekt der steigenden Diskontierungssätze zumindest mildern. Dabei gibt es aber einen Haken: Aufgrund der Struktur der ausstehenden Hypotheken – mehrheitlich Festhypotheken – wird es relativ lange dauern, bis sich ein Anstieg der Zinsen auf den Referenzzinssatz auswirkt. Im Rahmen einer Modellrechnung ist die Zürcher Kantonalbank ZKB zum Schluss gekommen, dass ein Anstieg der Hypothekarzinsen um einen Prozentpunkt erst mit einer Verzögerung von drei Jahren einen Anstieg des Referenzzinssatzes und damit der Bestandsmieten zur Folge hat (vgl. Abbildung 29). Des Weiteren können bei den bereits sehr hochpreisig vermieteten Neubauten auch die Leerstände steigen. Dies dürfte insbesondere dann eintreten, wenn versucht wird, die Mieten noch weiter anzuheben. Steigende Zinsen dürften ebenfalls zu einem Anstieg der Bestandsmieten bei Geschäftsliegenschaften führen, zumindest um den inflationsbedingten Anteil.

4.2 Die Unterbewertung von Immobilien ermöglicht Verkaufsgewinne

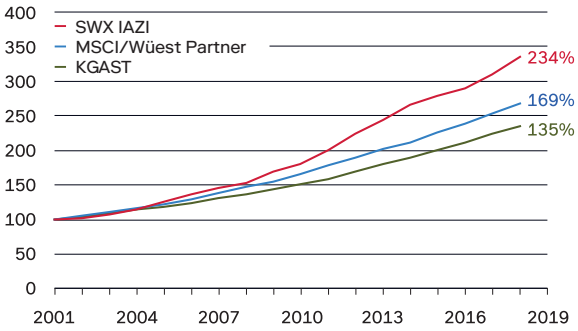
Fast jeder institutionelle Investor benötigt nicht nur für eine Transaktion, sondern auch für seine Bestandsliegenschaften eine Bewertung, damit die Immobilie zum Marktwert bilanziert werden kann. Abbildung 30 zeigt die Entwicklung der wichtigsten Indikatoren für die Marktwerte von Renditeliegenschaften: den Immo-Index der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftun-

gen (KGAST), den MSCI/Wüest Partner Switzerland Annual Property Index sowie den SWX IAZI Real Estate Investment Performance Index. Auch wenn alle Zeitreihen einen deutlich positiven Verlauf nehmen, sind die Unterschiede doch bemerkenswert: Zwischen 2001 und 2018 stieg der KGAST-Index um 135%, der IPD-Index um 169% und der IAZI-Index gar um 234%.

Dabei handelt es sich bei allen drei Indizes um Total-Return-Indizes, die sowohl die Cashflow- als auch die Wertveränderungsrendite berücksichtigen. Der Hauptgrund für die unterschiedlichen Indexverläufe liegt darin, dass KGAST und MSCI/Wüest Partner die Wertentwicklung der Buchwerte in den Portfolios der Investoren abbilden. Der IAZI-Index hingegen betrachtet ausschliesslich Transaktionen von Renditeliegenschaften und bildet damit den eigentlichen Markt ab.

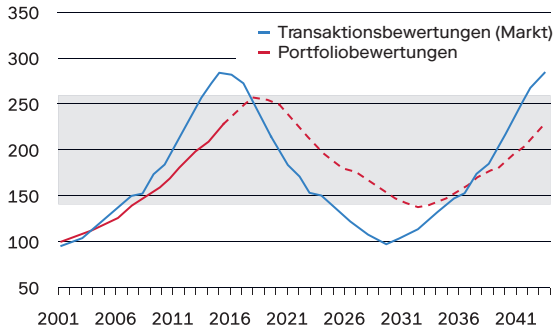
Offensichtlich sind in den vergangenen Jahren die Preise auf dem Transaktionsmarkt deutlich stärker gestiegen als die Buchwerte in den Portfolios. Beim Verkauf einer Liegenschaft können die Investoren damit einen Verkaufsgewinn erzielen (vgl. Tabelle 4). Dieser Verkaufsgewinn ist abhängig von der Haltedauer der Liegenschaft: Je länger das Objekt im Portfolio ist, desto höher ist der Verkaufsgewinn.

Abb. 30: Entwicklung Total-Return-Indizes: Differenz zwischen Markt- und Buchwerten



Quelle: KGAST, MSCI/Wüest Partner, SWX IAZI, FPRE

Abb. 31: Transaktionsbewertungen vs. Portfoliobewertungen



Schematische Darstellung; Quelle: FPRE

Tab. 4: Buchwerte und Verkaufspreise auf dem Transaktionsmarkt

Jahr	Anzahl Transaktionen	Buchwert (in Tsd. CHF)	Verkaufspreis (in Tsd. CHF)	Verkaufsgewinn (in Tsd. CHF)	Verkaufsgewinn
2007	30	155'102	175'231	20'129	13.0%
2008	23	178'420	198'496	20'076	11.3%
2009	34	458'495	484'927	26'432	5.8%
2010	61	542'232	553'099	10'867	2.0%
2011	35	414'083	510'477	96'394	23.3%
2012	12	78'917	93'622	14'705	18.6%
2013	25	419'093	470'723	51'630	12.3%
2014	18	192'797	206'558	13'761	7.1%
2015	17	734'645	851'780	117'135	15.9%
2016	13	298'229	368'844	70'615	23.7%
2017	9	134'845	173'010	38'165	28.3%
Total	**277**	**3'606'858**	**4'086'767**	**479'909**	**13.3%**

Quelle: Div. Geschäftsberichte, FPRE, vgl. auch Matter (2016)

Wie aus Abbildung 30 ersichtlich, sind die Bestandsbewertungen (KGAST, MSCI/Wüest Partner) dem Transaktionsmarkt (SWX IAZI) nicht vollständig gefolgt. Die Wertänderung in den Portfolios lag von 2007 bis 2017 im Mittel rund 1.15 Prozentpunkte pro Jahr unter der effektiven Preisentwicklung auf dem Transaktionsmarkt. Abbildung 31 zeigt schematisch, wie sich die

Transaktion- bzw. Portfoliowerte (= Buchwerte) in der Zukunft entwickeln könnten. Sinken dereinst die Immobilienpreise, ist davon auszugehen, dass die Buchwerte den Transaktionsmärkten ebenfalls hinterherhinken.

4.3 Nationalbank und FINMA warnen vor steigenden Risiken im Immobilienmarkt

Gemäss dem aktuellen Bericht zur Finanzstabilität der SNB bleibt das Risiko substanzieller zukünftiger Preiskorrekturen im Segment der Wohnrenditeliegenschaften besonders hoch, obwohl 2018 ein leichter Preisrückgang beobachtet werden konnte. Seit Beginn der Tiefzinsphase 2008 haben sich die Transaktionspreise für MFH viel stärker erhöht als die Mieterträge, was zu historisch tiefen Anfangsrenditen geführt hat.[8] (Vgl. Abbildung 26 und Abbildung 27, Seite 16)

Risiken sieht die SNB auf verschiedenen Seiten: Zum einen führt ein Zinsanstieg dazu, dass die Investoren bei Transaktionen höhere Renditen verlangen, was die Preise unter Druck setzt. Zum anderen hat die anhaltend hohe Bautätigkeit im Segment Mietwohnungen das Risiko von Preiskorrekturen erhöht, da beispielsweise die steigenden Leerstandsquoten auf ein Überangebot hindeuten. Gleichzeitig ortet die SNB «steigende Tragbarkeitsrisiken», weil sich bei privaten Eigentümern von MFH «der Anteil neuer Hypotheken, bei denen die kalkulatorischen Kosten bei einem Zinssatz von 5% nicht mehr durch den Nettomietertrag gedeckt wären, von 54% im Jahr 2017 auf 59% im Jahr 2018»[9] erhöhte. Bei kommerziellen Eigentümern liegt dieser Wert bei 51%. Ein Zinsanstieg auf 5% wird allerdings mittelfristig als unwahrscheinlich erachtet.

Die niedrigen Renditen verleiten jedoch die Käufer von MFH dazu, ihre Eigenkapitalrendite durch den Einsatz von Fremdkapital zu maximieren – und zwar in besorgniserregendem Ausmass. Der Anteil der neu vergebenen Hypotheken mit einem Belehnungsgrad von über 75% liegt bei privaten Eigentümern bei 30%, bei kommerziellen Schuldnern bei 40%.

Die SNB geht davon aus, dass sich ein Anstieg der Anfangsrenditen letztlich eher aufgrund sinkender Preise als aufgrund steigender Mieten materialisieren dürfte.[10] Verantwortlich dafür ist einerseits das in vielen Regionen herrschende Überangebot, das die Marktmieten tendenziell nach unten drückt. Andererseits wurden trotz des engen Zusammenhangs zwischen Bestandsmieten und Zinsen die sinkenden Zinsen in der Vergangenheit nur ungenügend an die Mieter weitergegeben. Dies erschwert bei einem Zinsanstieg aus rechtlichen Gründen die Erhöhung der Mieten.

Insgesamt kommt die SNB zum Schluss, dass sogar eine Rückkehr zu einem moderaten Zins- und Renditeniveau erhebliche Preisrückgänge im Segment der Wohnrenditeliegenschaften nach sich ziehen könnte.[11]

Wie die SNB warnt auch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) seit mehreren Jahren vor den steigenden Risiken im Immobilienmarkt, vor allem bei Renditeliegenschaften im Segment der MFH. Das Gefahrenbild ist folgendes: Steigen die Zinsen spürbar, werden die Preise der Objekte fallen, was die Investoren wiederum in Schwierigkeiten bringen könnte. Und damit auch die Banken, die die MFH finanzieren.

Deshalb führt die FINMA seit 2012 bei den Finanzinstituten regelmässig Stresstests im Hypothekarbereich durch. Beim jüngsten Stresstest[12] wurde u.a. eine Immobilienkrise wie in den 1990er-Jahren simuliert. Das Ergebnis zeigte, dass rund die Hälfte der 18 getesteten Institute deutlich unter die Schwelle der geltenden Kapitalanforderungen fallen würde und sich rekapitalisieren müsste.

[8] SNB (2019)
[9] ebd.
[10] ebd.
[11] ebd.
[12] FINMA (2019)

Vor diesem Hintergrund hat die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) Anpassungen der Selbstregulierung bzw. der «Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen» angekündigt.[13] Dabei stehen vor allem eine Verkürzung der Amortisationsdauer und eine Senkung der Belehnungsquote im Fokus. Ein Grund für diese Massnahmen ist nicht zuletzt die Drohung des Eidgenössischen Finanzdepartements[14], die Eigenmittelverordnung bei Renditeliegenschaften für Banken zu verschärfen.

4.4 Ein realer Zinsanstieg dürfte auf die Immobilienmärkte durchschlagen

Die Selbstregulierung der Banken dürfte sich hauptsächlich auf die Hypothekarvergabe an kleinere private Investoren auswirken. Grosse institutionelle Investoren verfügen in der Regel über ein genügend grosses finanzielles Polster, um eine ggf. zu hohe Verschuldung relativ schnell zurückfahren zu können. Gleiches gilt für Pensionskassen und Versicherungen, wobei diese zudem über hohe Mittelzuflüsse verfügen und somit kaum auf Kredite angewiesen sind.

Insofern ist es fraglich, ob im gegenwärtigen Zinsumfeld die Selbstregulierungsmassnahmen der SBVg die Märkte für Wohnrenditeliegenschaften substanziell entlasten werden. Was diese Anleger wirksam davon abhalten könnte, ihre Mittel in die möglicherweise überhitzten Immobilienmärkte zu investieren, wären höhere Zinsen. Denn dann würden festverzinsliche Papiere als Geldanlage wieder attraktiver.

Dieser Problematik ist sich natürlich auch die SNB bewusst. Der SNB sind aber weitgehend die Hände gebunden. Würde die SNB noch vor der EZB die Zinsen erhöhen, flösse viel Geld in den Schweizer Franken, was die Währung entsprechend erstarken liesse. Die Auswirkungen einer unilateralen Zinserhöhung der SNB wären allerdings stark vom Realzins abhängig. Ausserdem dürfte die Schweizer Wirtschaft heute besser auf einen erneuten Anstieg des Schweizer Frankens vorbereitet sein als noch vor zehn Jahren.

Steigen die Zinsen in einem Umfeld wirtschaftlicher Prosperität, bestehen diverse «Puffer», die die Immobilienwerte unterstützen:
- Marktwertverluste aufgrund steigender Zinsen dürften zumindest verzögert ertragsseitig weitgehend aufgefangen werden.
- Die Preise auf den Immobilien-Transaktionsmärkten sind den allgemeinen Zinsentwicklungen zwar deutlich, aber nicht vollständig gefolgt.
- Die Buchwerte der Immobilienportfolios sind den Immobilien-Transaktionsmärkten zwar deutlich, aber nicht vollständig gefolgt.

Das aktuell niedrige nominale und reale Zinsniveau ist historisch einzigartig. Neben der extrem expansiven Geldpolitik der letzten Jahre gibt es weitere Erklärungen für dieses Phänomen. Ein Grund war, dass in den letzten 20 Jahren der Anteil der Bevölkerung im sparintensiven Alter zwischen 40 und 60 Jahren hoch und die Investitionsneigung seit der jüngsten Finanzkrise reduziert war. Dieses Überangebot an Ersparnissen hat den Realzins stark gesenkt. Diese Tendenz wurde dadurch verstärkt, dass China mit besonders hohen Sparüberschüssen schrittweise in die Weltwirtschaft integriert wurde. Hinzu kommt, dass in den letzten Jahren die zunehmende Nachfrage nach «risikolosen» Anlagen zusätzlichen Druck auf die realen Renditen von Staatsanleihen der führenden westlichen Industrieländer generierte.

Diese Einschätzung impliziert, dass die heutige, ultraniedrige Zinssituation langfristig nicht die neue Normalität bildet. Die demografischen Faktoren führen künftig mit der nun auch in China einsetzenden Überalterung zu tendenziell steigenden realen Renditen. Zudem ist anzunehmen, dass sich die Geldpolitik normalisieren wird und der Krisenmodus im Anleger- und Investitionsverhalten überwunden wird. Allerdings ist das diesbezügliche Timing noch sehr ungewiss.

[13] SBVg (2019)
[14] Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (2019)

Abzuwarten ist, ob der absehbare Anstieg der (Nominal-)Zinsen[15] dann auch tatsächlich auf höhere Realzinsen zurückzuführen sein wird – und nicht auf anziehende Inflationserwartungen, falls die Normalisierung der Geldpolitik zu zögerlich vonstattengeht.[16]

Für den Schweizer Immobilienmarkt wird es zentral sein, ob ein realer oder «nur» ein nominaler Zinsanstieg erfolgen wird. Da Inflation weitgehend ausgleichend wirkt, dürfte insbesondere ein realer Zinsanstieg auf die Immobilienmärkte durchschlagen.

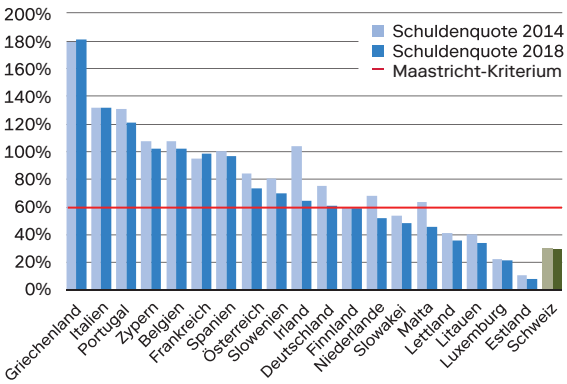
4.5 Was wäre, wenn es in der EU zu einer Krise käme?

Auch wenn die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in der EU gegenwärtig noch kein Anlass zur Sorge gibt und bis anhin noch niemand mit einer bald eintretenden Rezession rechnen, stellt sich trotzdem die Frage: Was wäre, wenn es mittelfristig doch zu einer Rezession kommt – oder zu einer noch schlimmeren Krise? Dies würde mit Sicherheit auch die Schweizer Wirtschaft in Mitleidenschaft ziehen. Ein Blick auf die Entwicklungen in der EU ist deshalb unabdingbar.

Unter dem Begriff «Stabilitäts- und Wachstumspakt» werden die Vereinbarungen verstanden, die im Rahmen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion für finanzpolitische Stabilität sorgen sollen, insbesondere für den Euro und die Staaten der Eurozone. Der Pakt fordert im Wesentlichen, dass im Zusammenhang mit dem Euro in wirtschaftlich normalen Zeiten ein grösstenteils ausgeglichener Staatshaushalt sowie eine Begrenzung der öffentlichen Verschuldung beachtet werden.

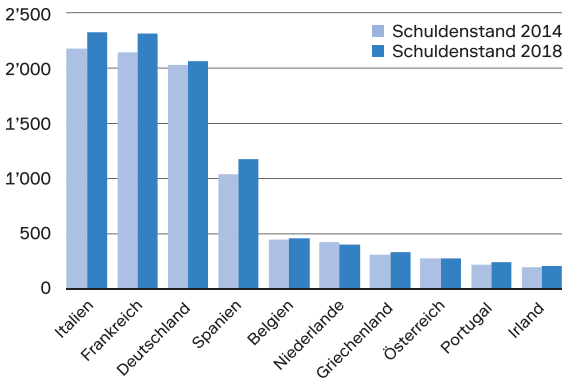
Im Stabilitäts- und Wachstumspakt für die Eurozone (Euro-19) ist konkret geregelt, dass Staaten die Höhe ihres jährlichen Haushaltsdefizits auf 3% ihres BIP und den Stand ihrer öffentlichen Verschuldung auf 60% ihres BIPs begrenzen müssen.

Abb. 32: Schuldenquote 2014 vs. 2018



Stand öffentliche Verschuldung in % des BIP; Quelle: Eurostat, FPRE

Abb. 33: Schuldenstand 2014 vs. 2018



Absolute Zahlen in Mrd. EUR; Quelle: Eurostat, FPRE

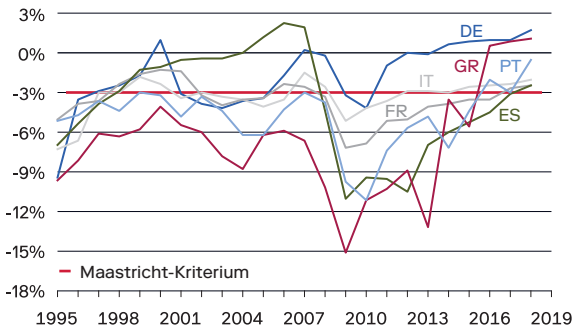
Griechenland erreichte gemäss Angaben der Eurostat 2018 eine Schuldenquote von 181% des BIPs und liegt damit an der Spitze (vgl. Abbildung 32). Die Verschuldung der Euroländer ist nach wie vor aussergewöhnlich hoch. Nur in 8 von insgesamt 19 Euromitgliedsländern liegt die Staatsverschuldung gemessen am BIP unter 60% – über diese Marke dürfte sie ja gemäss den Regeln der Währungsunion gar nicht steigen.

[15] vgl. Baltensperger, E. und Kugler, P. (2016)
[16] Finanz und Wirtschaft (2018)

Analysiert man jedoch den Schuldenstand absolut gesehen, so rückt Griechenland nach hinten. Abbildung 33 verdeutlicht, dass Italien, Frankreich und Deutschland einen weit grösseren Schuldenberg angehäuft haben.

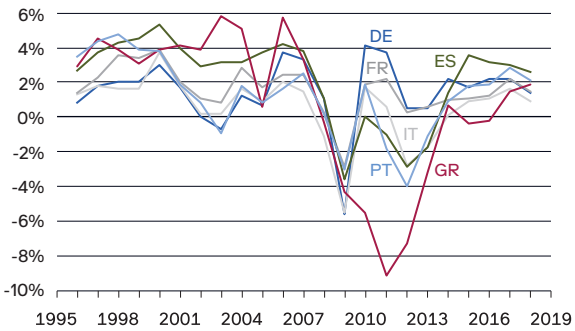
Immerhin erfüllen zahlreiche Euroländer (bspw. Deutschland, Frankreich, Griechenland, Italien, Portugal und Spanien) im Jahr 2018 wieder das Maastricht-Kriterium zur Neuverschuldung, das heisst ihre jährlichen Defizitquoten lagen über der Grenze von -3% (vgl. Abbildung 34). 2010 lagen sie noch darunter.

Abb. 34: Defizitquote 1995 bis 2018



Jährliches Haushaltsdefizit in % des BIP; Quelle: Eurostat, FPRE

Abb. 35: BIP-Wachstum von 1996 bis 2018



In %, im Verhältnis zum Vorjahr; Quelle: Eurostat, FPRE

4.6 Europa profitiert von der guten Lage der Weltwirtschaft

Die Wirtschaft der Eurozone ist gewachsen (vgl. Abbildung 35). Doch das liegt weniger an fundamentalen politischen Reformen als vielmehr an einer besseren Konjunktur sowie dem durch den Einbruch 2009 bedingten tieferen Ausgangsniveau. Profitiert haben die Europäer in jüngster Zeit vor allem von einer guten Lage in der Weltwirtschaft.

Die grosse Bedeutung der Weltkonjunktur für die wirtschaftliche Entwicklung der Eurozone erklärt auch, warum die UBS-Ökonomen[17] den Auslöser einer Krise ausserhalb von Europa verorten. Dabei werden eine Abschwächung in China oder eine Rezession in den USA genannt. Neben den USA haben auch die Entwicklungen in den Schwellenländern eine sehr grosse Bedeutung für die Europäer. Der Exportanteil dieser Länder am BIP der Eurozone ist sogar doppelt so hoch wie jener der USA. Die Banken in der Eurozone sind gegenüber diesen Ländern fast dreimal so stark exponiert wie jene der Amerikaner.

Eine erneute starke Rezession in der Eurozone dürfte – wie schon einmal erlebt – zu einem Vertrauensverlust der Anleger in die Zahlungsfähigkeit stark verschuldeter Länder führen. Gleichzeitig sind die Möglichkeiten der EZB auf Grund der bereits heute aussergewöhnlich expansiven Geldpolitik geringer als noch zur Zeit der Eurokrise. Zudem ist davon auszugehen, dass die Staatsdefizite vor dem Hintergrund der Rezession wieder ansteigen werden, wovon neben Griechenland auch Italien und Frankreich betroffen wären (vgl. Abbildung 32, Seite 22).

Während Griechenlands Staatsanleihen von den Rating-Agenturen nur noch knapp über dem Status «Schrottanleihen» eingestuft werden, sind jene Italiens zwar noch etwas besser bewertet. Aber auch den italienischen Staatspapieren droht eine Abstufung und der Verlust des Prädikats «investment grade». Da derart tief eingestufte Anleihen von institutionellen Anlegern wie Pensionskassen nicht gehalten werden dürfen, dürfte ein Absacken auf den «junk bond»-Status zu einer Verkaufswelle und in der Folge zu einer Explosion der Zinskosten für diese Staaten führen.

[17] Garcia, R. et al. (2019)

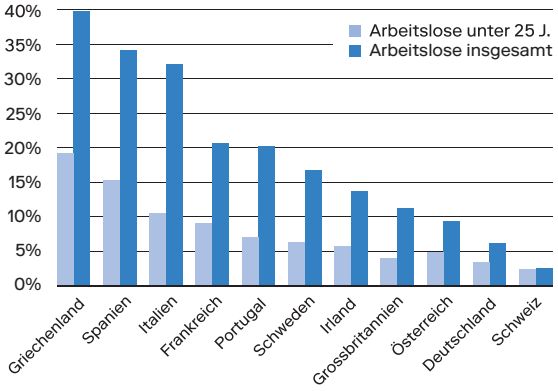
Die Bereitschaft der reicheren Euroländer auszuhelfen, dürfte deshalb sinken, weil sie befürchten müssen, durch die Vergabe von Krediten – auch für Hilfspakete – selbst eine Rating-Rückstufung zu riskieren.

Zur Abwehr einer derartigen Krise dürfte die EZB ihre Zinsen weiter in den negativen Bereich senken und sich auch andere Massnahmen überlegen, die aktuell niemand für möglich hält – bis hin zum «Helikoptergeld» und zur Bestrafung von Bargeldhaltung, wie das verschiedene Ökonomen bereits angedacht haben. Die Bereitschaft zu einem derart extremen Vorgehen dürfte besonders dann steigen, wenn auch andere Notenbanken, wie die Fed in den USA, ihrerseits die Zinsen stark senken. Denn die Annahme lautet ja, dass die Krise von der Entwicklung der Weltwirtschaft ausgeht.

Die Schweiz wäre ebenfalls betroffen, denn die SNB käme nicht darum herum, ihren Leitzins noch weiter ins Negative zu senken. Es bestünde die Gefahr einer starken Frankenaufwertung, worunter die Exporteure leiden würden. Gleichzeitig würde die Nachfrage angesichts einer schwachen Weltkonjunktur und der Krise in der Eurozone sinken.

Die Schulden Griechenlands sind an sich kein grosses Problem, zumindest nicht in Bezug auf ihr absolutes Niveau. Doch andere Länder haben eine ähnliche Ausgangslage und massiv höhere Schulden. In Italien und Frankreich belaufen sich die Staatsschulden auf ein Vielfaches der Schulden von Griechenland. Was passiert, wenn diese Länder das gleiche Schicksal ereilt? Die Jugendarbeitslosigkeit ist in vielen EU-Ländern sehr hoch (vgl. Abbildung 36). Wenn die Wirtschaft den Jungen keine Perspektiven bietet, dann werden viele das Land verlassen, oder im Land entstehen innenpolitische Unruhen. Was passiert, wenn die EU nicht hilft oder nicht mehr helfen kann und andere Länder an ihrer Stelle aushelfen, also zum Beispiel Russland oder China vermehrt Einfluss nehmen?

Abb. 36: Arbeitslosenquote 2018



Darstellung in % der Erwerbsbevölkerung; Quelle: Eurostat, FPRE

Was nicht sein darf, darf nicht sein. Die EU wird weiterhin alles daransetzen, Zeit zu kaufen und zu versuchen, die Probleme selbst zu lösen. Alles andere wäre zu riskant. Angesichts der weltweiten Abschwächung des Wachstums, der Handelskriege und anderer Krisen fällt Wachstum als Rettung des Euros vorderhand aus. Die einzige Hoffnung scheint Inflation zu sein, wobei wenig Inflation ein bisschen, viel Inflation erheblich helfen würde – zumindest aus Sicht der EZB und der Schuldnerstaaten.

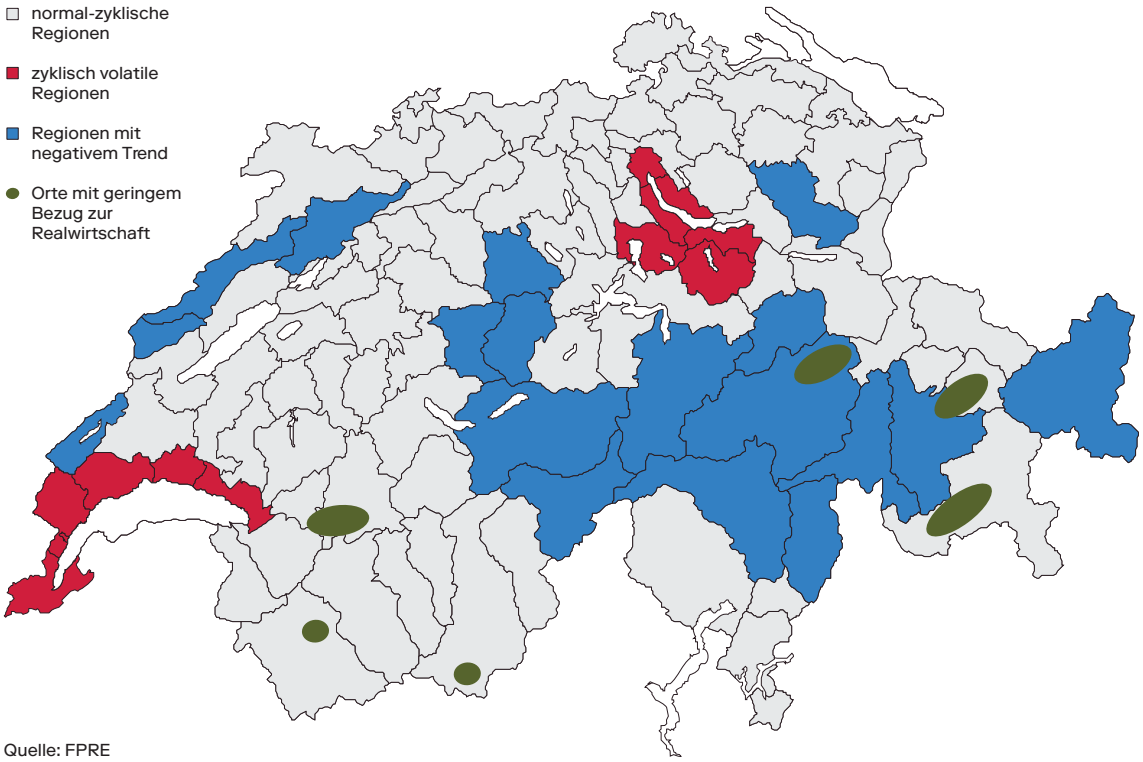
5 Die Risiken für eine neue Immobilienkrise [18]

5.1 Es gibt erste Anzeichen für eine Trendwende im Immobilien-Transaktionsmarkt

Obschon FPRE davon ausgeht, dass ein grösserer Teil der erwarteten Zusatznachfrage nach Wohnungen zwischen 2017 und 2035 in den Wohneigentumsbereich fliessen wird, besteht im Trendszenario im genannten Zeitraum eine mittlere jährliche Zusatznachfrage von 15'800 Mietwohnungen. Aufgrund der räumlichen Präferenzen der für den Mietwohnungsmarkt relevanten Nachfragersegmente sowie des anhaltenden Umbaus der Volkswirtschaft dürfte sich diese Zusatznachfrage insbesondere in den Zentren und inneren Agglomerationsgemeinden mit guter öV-Erschliessung manifestieren.

Wie in Abbildung 37 ersichtlich, teilt FPRE die Schweiz in vier Arten von Regionen. Die «Hot Spots» sind zyklisch volatile Regionen (rot), wo auch künftig eine hohe Zusatznachfrage erwartet wird. Die grünen Ellipsen kennzeichnen Regionen mit geringem Bezug zur Realwirtschaft (z.B. Tourismusregionen).

Abb. 37: Vier Arten von Regionen



Quelle: FPRE

Angesichts der Tatsache, dass die Zuwanderung bestenfalls geringfügig steigen wird und gleichzeitig bei der Bautätigkeit keine Entspannung zu erwarten ist, dürfte die kurz- und mittelfristige Zukunft kaum eine Trendwende bringen. Nimmt man die Entwicklung der jüngeren Vergangenheit als Massstab, so ist mit einem weiteren Anstieg der Leerstandsquote im Bereich Mietwohnungen von 2.5% auf 2.8% in den kommenden ein bis zwei Jahren zu rechnen. Dies wird den Druck auf die Mieten in den peripheren Regionen zusätzlich erhöhen, während in den zentralen Regionen Wohnungen für «normale» Wohnbudgets weiterhin Mangelware bleiben.

[18] Die Prognosen von FPRE basieren letztlich auf einem Trendszenario der konjunkturellen Rahmenbedingungen, wie sie von den grossen Konjunkturforschungsinstituten publiziert werden; Metaanalyse Konjunktur Schweiz (2019).

Tab. 5: Erwartete Absorption von Mietwohnungen

	Altbau	Neubau
Top-Standorte	Sehr gut	Verstärkte Probleme bei grossen Wohnungen
Andere Zentren und Agglomeration	Gut	Gut, Stückmieten beachten (Konkurrenz zu Wohneigentum)
Peripheriezentren	Schlecht bis sehr schlecht	Mässig, Stückmieten beachten (erhöhtes Leerstandsrisiko)
Periurbane und periphere Gebiete	Schlecht bis sehr schlecht	Gewisse Nachfrage nach kleineren Wohnungen, grosse Wohnungen schwierig

Quelle: Immobilien Almanach Schweiz 2019, FPRE

Die Tatsache, dass 2018 die mittleren Bruttorenditen bei MFH-Neubau-Transaktionen zum ersten Mal seit dem Jahr 2001 einen – wenn auch geringfügigen – Anstieg verzeichneten, deutet darauf hin, dass der Markt kein Selbstläufer mehr ist (vgl. Abbildung 26 und Abbildung 27, Seite 16). Auslöser ist die Ertragssituation in den peripheren Regionen, wo steigende Leerstände und sinkende Mieten offenbar zu einer gewissen Vorsicht bei den Investoren geführt haben.

Die vom HEV Schweiz und FPRE befragten Experten gehen allerdings auch im kommenden Jahr von steigenden Marktwerten bei MFH aus. Gleichzeitig erwarten sie sinkende Marktmieten, was in der Kombination letztlich nur möglich ist, wenn die Diskontierungssätze erheblich stärker sinken als die Erträge. Ob dies auf der nationalen Ebene so eintreten wird, ist gegenwärtig schwer zu sagen. In den peripheren Regionen werden die Leerstände weiter steigen und die Mieten tendenziell sinken. Vor diesem Hintergrund scheinen die Renditeerwartungen eher zu steigen, denn welcher Investor ist schon bereit, für eine Liegenschaft mit unsicheren Erträgen einen hohen Preis zu bezahlen? Vermutlich ist es noch zu früh, um in diesen Regionen auf eine Trendwende bei den Marktwerten zu schliessen. Dass die Zinsen sich jüngst erneut in Tiefststände begaben, dürfte die Trendwende noch etwas herauszögern. Erste Anzeichen sind aber vorhanden.

An zentralen Standorten sind die Leerstände nach wie vor tief und die Mieten zeigen keine Abwärtstendenz. Insofern könnten hier die Diskontierungssätze durchaus noch sinken, insbesondere wenn die Risikoaversion der Investoren angesichts der Probleme in der Peripherie zunimmt. Die von der SNB angemahnten Risiken dürften sich damit zumindest in diesen Regionen weiter akzentuieren.

5.2 Eine Rezession oder stark steigende Zinsen könnten eine Krise auslösen

Die Auslöser einer Immobilienkrise können gemäss der Einschätzung von FPRE von zwei Seiten kommen: von der Seite der Nutzermärkte und von der Seite der Verzinsung.

Nutzermärkte

Durch eine Rezession könnte die Nachfrage zurückgehen. Auch im nächsten Jahr werden 50'000 Wohnungen auf den Markt kommen, mehrheitlich an Orten, an denen die Nachfrage bei weitem nicht gross genug ist, um einen Neuzugang dieses Ausmasses zu absorbieren. Leerstände sind also primär ein Problem der Peripherie, denn an zentralen Standorten herrscht immer noch Wohnungsnot. Dort kann das Angebot nicht schnell genug ausgedehnt werden. Eine Rezession würde zuerst das gehobene (Neubau-)Segment treffen, da dieses bereits heute als problematisch eingeschätzt wird.

Verzinsung von Immobilien

Die (Selbst-)Regulierung im Bereich Renditeliegenschaften wird immer wahrscheinlicher. Dies betrifft aber primär private Akteure (bis CHF 10 Mio. Investitionsvolumen) und weniger die grossen institutionellen Investoren und die Grossüberbauungen. Ein kurzfristiger starker An-

stieg der Zinsen könnte zu einem abrupten Stimmungswandel auf den Transaktionsmärkten führen. Bei höheren Zinsen würden die Anleger ihr Geld gewinnbringend in festverzinsliche Papiere investieren und ihre Mittel nicht mehr in überhitzte Immobilienmärkte fliessen lassen. Als Resultat würde der Anlagedruck wegfallen. Dieses Szenario ist aus heutiger Sicht aber unwahrscheinlich.

6 Das Fazit

Die Schweizer Immobilienmärkte haben in den vergangenen bald zwanzig Jahren einen Boom erlebt, der Befürchtungen nach einer Immobilienkrise weckt. Dabei wird oftmals auf die Krise der 1990er-Jahre verwiesen. In der Tat weist der Anstieg in den 1980er-Jahren mit der gegenwärtigen Lage einige Gemeinsamkeiten auf, aber auch gewichtige Unterschiede.

6.1 Die heutige Situation präsentiert sich anders als die in den 1980er-Jahren

Der Vergleich der Entwicklungen in der Gesamtwirtschaft wie auch der Immobilienmärkte von damals (1980er-Jahre) und heute zeigt: Obwohl einige Gemeinsamkeiten zu beobachten sind, sind auch sehr gewichtige Unterschiede, insbesondere in der Gesamtkonstellation, festzustellen (vgl. Tabelle 3, Seite 17).

Die augenfälligsten Unterschiede betreffen folgende Faktoren:

- Inflation und Zinsen: Zur Dämpfung der seit Mitte der 1980er-Jahre steigenden Teuerungsraten sah sich die SNB gezwungen, die Zinsen kontinuierlich zu erhöhen. Zwischen 1988 und 1990 stiegen die kurzfristigen Zinsen von 3% auf 9%, wobei die resultierende inverse Zinskurve bereits auf eine kommende Rezession hindeutete. Gegenwärtig liegen sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen nahe bei Null, und dies schon seit mehreren Jahren. Trotzdem sind kaum inflationäre Tendenzen erkennbar, obwohl dies wünschenswert wäre.

- Bevölkerungsentwicklung: Ab Mitte der 1980er-Jahre waren Jahr für Jahr steigende Wachstumsraten zu beobachten. Im Gegensatz dazu sinken die Wachstumsraten seit 2015, vor allem infolge der rückläufigen Zuwanderung.

- Wohnungsbau: In den 1980er-Jahren war die Wohnbautätigkeit trotz wachsender Bevölkerung rückläufig. Aktuell hingegen werden laufend neue Wohnungen erstellt, obwohl die Bevölkerung seit 2014 immer langsamer wächst. In Bezug auf die Wohnungsleerstände sind damit gegenläufige Entwicklungen zu beobachten: sinkende Leerstände in der zweiten Hälfte der 1980er-Jahre gegenüber stark steigenden Leerständen in den vergangenen fünf Jahren.

Parallelen zeigen sich in Bezug auf die Entwicklung der Marktwerte von Immobilien (vgl. Abbildung 17, Seite 11). Zwischen 1987 und 1992 stiegen die Preise von Mehrfamilienhäusern im landesweiten Mittel um 87% (vgl. Tabelle 2, Seite 17). Der Preisanstieg war in den vergangenen 18 Jahren mit 140% ebenfalls ausgeprägt. Die Dekomposition der Preisentwicklung zeigt jedoch, dass das starke Wachstum beider Perioden unterschiedlich zu begründen ist. Verantwortlich für den Preisanstieg in den 1980er-Jahren war hauptsächlich die Ertragssituation: Steigende Mieten und sinkende Leerstände erklären mehr als die Hälfte der Preisentwicklung. Im Gegensatz dazu sind die steigenden Marktwerte der vergangenen Jahre überwiegend auf die sinkenden Renditeerwartungen der Investoren zurückzuführen.

6.2 Schon ein moderater Zinsanstieg kann zu erheblichen Preisrückgängen führen

Gemäss dem aktuellen Bericht zur Finanzstabilität ortet die SNB hohe Risiken substanzieller zukünftiger Preiskorrekturen im Segment der Wohnrenditeliegenschaften, auch wenn sich die Immobilienpreise im vergangenen Jahr reduzierten. Weil die Transaktionspreise seit der Tiefzinsphase 2008 deutlich stärker gestiegen sind als die Mieterträge, sind derzeit historisch tiefe Anfangsrenditen zu beobachten.[19]

Risiken sieht die SNB auf verschiedenen Seiten: Einerseits führt ein Zinsanstieg dazu, dass die Investoren bei Transaktionen höhere Renditen verlangen, was die Preise unter Druck setzt. Andererseits hat die anhaltend hohe Bautätigkeit im Segment Mietwohnungen das Risiko von Preiskorrekturen erhöht, da beispielsweise die steigenden Leerstandsquoten auf ein Überangebot hindeuten. Gleichzeitig ortet die SNB «steigende Tragbarkeitsrisiken», weil sich bei privaten Eigentümern von Mehrfamilienhäusern «der Anteil neuer Hypotheken, bei denen die kalkulatorischen Kosten bei einem Zinssatz von 5% nicht mehr durch den Nettomietertrag gedeckt wären, von 54% im Jahr 2017 auf 59% im Jahr 2018»[20] erhöhte. Bei kommerziellen Eigentümern liegt dieser Wert bei 51%. Ein Zinsanstieg auf 5% wird mittelfristig allerdings als unwahrscheinlich erachtet.

Insgesamt kommt die SNB zum Schluss, dass sogar eine Rückkehr zu einem moderaten Zins- und Renditeniveau erhebliche Preisrückgänge im Segment der Wohnrenditeliegenschaften nach sich ziehen könnte.[21]

Verzinsungsseitige Risiken

Ein Anstieg der Zinsen führt zu sinkenden Marktwerten für Renditeliegenschaften. Dabei sind sich die allermeisten Ökonomen und Ökonominnen einig, dass das aktuelle Zinsniveau nicht von Dauer sein wird. Irgendwann muss ein Anstieg erfolgen. Unklar ist einzig, wann die SNB einen ersten Zinsschritt vornimmt und wie schnell die Zinsen auf ein «normales» Niveau angehoben werden. Die meisten Experten und Expertinnen gehen davon aus, dass ein erster Schritt frühestens Ende 2020 erfolgen wird.

Ob dies allerdings so eintreten wird, ist fraglich. Um ein weiteres Erstarken des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro – und damit eine Beeinträchtigung der Exportwirtschaft – zu vermeiden, dürfte die SNB erst reagieren, nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen erhöht hat. Angesichts der nach wie vor ungelösten Probleme in den Staatshaushalten vieler EU-Länder und der sich eintrübenden konjunkturellen Lage in der EU könnte ein Zinsschritt der EZB noch lange auf sich warten lassen. Und selbst wenn die Zinsen erhöht werden, dürfte dies in Bezug auf die Geschwindigkeit äusserst vorsichtig geschehen.

Ertragsseitige Risiken

Auch im nächsten Jahr werden 50'000 Wohnungen auf den Markt kommen, mehrheitlich an Orten, an denen die Nachfrage bei weitem nicht gross genug ist, um diesen Neuzugang zu absorbieren. Leerstände sind also primär ein Problem der Peripherie, denn an zentralen Standorten herrscht immer noch Wohnungsnot. Dort kann das Angebot nicht schnell genug ausgedehnt werden.

Während sich in den peripheren Regionen die zunehmenden ertragsseitigen Probleme mittelfristig negativ auf die Marktwerte auswirken könnten, gilt dies kaum für die zentrumsnahen Regionen. Eine starke bzw. lange Rezession könnte sich auf die Nachfrage in allen Regionen auswirken und damit das Ertragsniveau senken. Gegenwärtig gehen die Konjunkturauguren mittelfristig nicht von einem derartigen Szenario aus.

[19] SNB (2019)
[20] ebd.
[21] ebd.

6.3 Trotz Risiken ist nicht mit einer neuen Immobilienkrise zu rechnen

Verzinsungsseitiges Fazit

- Insgesamt würde die gesamtwirtschaftliche Situation in der Schweiz schon seit längerer Zeit Zinserhöhungen rechtfertigen. Die Schweizer Zinsen hängen jedoch stark von der Zinsentwicklung im Euroraum ab.

- Die konjunkturelle Lage sowie ungelöste Probleme in den Staatshaushalten vieler, auch grosser Euro-Länder «verbieten» vorderhand Zinserhöhungen seitens der EZB.

- Die Abschwächung der Weltwirtschaft, die Handelskriege sowie diverse weitere Krisen (insbesondere im Nahen Osten) lassen vorderhand keine deutliche Verbesserung der Gesamtsituation im Euro-Raum erwarten. Eine Lösung des Euro-Problems – zum Beispiel durch einen Anstieg der Inflation – ist nicht in Sicht.

- Kurzfristig sind in der Schweiz als politisches Signal gewisse Zinserhöhungen bspw. von -0.75 auf -0.5 dennoch möglich. Eine Normalisierung der Zinsen ist aber unwahrscheinlich, da der Spielraum begrenzt ist. Eine verzinsungsseitige Krise – d.h. ein plötzlicher starker Anstieg der Zinsen – ist jedoch nicht zu erwarten.

Ertragsseitiges Fazit

- Aufgrund der Exogenität der Verzinsungen ist der Fokus auf die Erträge zentral; dies sowohl bei Neubauten und Akquisitionen von Bestandsbauten als insbesondere auch bei der Neupositionierung von Altbeständen. Dabei ist nachfrageseitig die «Stückmiete inklusive Nebenkosten» die zentrale Grösse, die über Vermietung versus Leerstand entscheidet.

- Eine Krise könnte ertragsseitig durch eine starke und andauernde Rezession oder Stagflation – z.B. aufgrund von Handelskriegen oder durch ein Scheitern der Idee «Euro» – ausgelöst werden. Die Politik wird sicherlich versuchen, dies zu verhindern.

- Obwohl die Hypothekarbanken im Schweizer Geschäft deutlich besser aufgestellt sind als zu Beginn der 1990er-Jahre, könnte eine lang andauernde Rezession gefährlich werden. Denn davon dürften insbesondere auch Unternehmenskredite betroffen sein.

Fahrländer Partner Raumentwicklung geht davon aus, dass keine erneute Immobilienkrise naht. Vielmehr kann von einer allmählichen Anpassung an «normale» Verhältnisse ausgegangen werden. Dieser Übergang zur Normalität dürfte allerdings noch einige Jahre auf sich warten lassen. Dies gilt insbesondere für die Zinssituation. Die Experten gehen davon aus, dass ein erster Zinsschritt der EZB – und in der Folge der SNB – frühestens Ende 2020 erfolgen wird. Angesichts der bestehenden Risiken ist die Wahrscheinlichkeit, dass es länger dauert, relativ hoch. Auch dürfte die EZB bei allfälligen Zinsschritten Vorsicht walten lassen und das Zinsniveau nur langsam anheben. Dies würde die Normalisierung weiter verzögern.

Ertragsseitig geben die steigenden Leerstände in eher peripheren Regionen Anlass zur Sorge. Hier ist ein Rückgang der Marktwerte mittelfristig durchaus möglich. Angesichts der – in absoluten Zahlen – vergleichsweise geringen Bestände dürfte diese Entwicklung aber kaum eine generelle Krise auf den Immobilienmärkten auslösen. Auch hier ist mit einer graduellen Normalisierung zu rechnen.

Literaturverzeichnis

Baltensperger, E. und Kugler, P. (2016). The historical origins of the safe haven status of the Swiss franc. In: Aussenwirtschaft vol. 67/2. Hrsg.: Universität St. Gallen. St. Gallen.

Bean, C., Broda, C. et al. (2015). Low for Long? Causes and Consequences of Presently Low Interest rates. In: Geneva Reports on the World Economy 17. Hrsg.: International Center for Monetary and Banking Studies. Genf.

Fahrländer, S., Kloess, S. et al. (2011). Immobilien- und Hypothekarmarkt – Quo vadis? In: KPMG Financial Services. Hrsg.: KPMG AG Zürich.

Fahrländer S., Matter, D. et al. (2009). Real Estate Scenario Cockpit. In: Immoprog 2009. Hrsg.: Fahrländer Partner AG und BAK Basel Economics AG. Zürich.

Fahrländer, S. und Matter, D. (2011). Zyklen im Schweizer Immobilienmarkt. Hrsg.: Hauseigentümerverband Schweiz. Zürich.

Finanz und Wirtschaft (2018). Bleiben die Realzinsen ultraniedrig? In: Finanz und Wirtschaft – Meinung von Aymo Brunetti. Hrsg.: Tamedia AG. Zürich.

FINMA (2019). Es braucht nun Massnahmen im Bereich der Renditeliegenschaften. In: Jahresmedienkonferenz 2019 vom 4. April 2019. Bern.

Friggit, J. (2008). Comparing Four Secular Home Price Indices. Working Paper. Version 9. Paris. http://www.cgedd.developpement-durable.gouv.fr/IMG/doc/house-price-index-Paris-and-others-secular_cle7fed11.doc

Garcia, R. et al. (2019). Die Zukunft Europas – Die Eurozone und die nächste Rezession. In: Chief Investment Office GWM vom April 2019. Hrsg.: Global Wealth Management of UBS Switzerland AG.

Kugler, P. (2017). Sinkende Zinsen im Laufe der Geschichte. In: Die Volkswirtschaft 5/2017. Hrsg.: SECO und WBF. Bern.

Matter, D. (2016). Buchwerte und Transaktionspreise: «Luft im System». In: Swiss Real Estate Journal, Nr. 12, S. 13, Juni 2016.

Metaanalyse Konjunktur (2019). Monatliche Publikation zur Schweizer Konjunktur. Hrsg.: Fahrländer Partner. Zürich. https://metaanalysen.ch/

NZZ (2017). Was, wenn die Dynamik auf dem Immobilienmarkt nachlässt? In: NZZ vom 19. September 2017. Zürich.

NZZ (2018). SNB und expansive Geldpolitik: Die geldpolitische Überdosis macht krank. In: NZZ vom 20. September 2018. Zürich.

NZZ (2019). Die EZB vergrössert die Flut billigen Geldes in Europa. In: NZZ vom 7. März 2019. Zürich.

OECD (2017). OECD Economic Surveys: Switzerland 2017. Hrsg.: OECD Publishing, Paris.

Ramenghi, M. und Trussardi, F. (2019). European Economy. Italy: Lower risks, but lower GDP. In: Chief Investment Office GWM vom 13. März 2019. Hrsg.: Global Wealth Management business of UBS Switzerland AG.

SBVg (2019). Stellungnahme der SBVg zur Anpassung der Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler (ERV) sowie zur Teilrevision diverser Rundschreiben im Zuge der Umsetzung des Kleinbankenregimes. In: Vernehmlassungen vom 19. Juni 2019. Hrsg.: SBVg. Basel.

SNB (2016, 2017, 2018, 2019). Inlandorientierte Kreditbanken. In: Bericht zur Finanzstabilität. Hrsg.: Schweizerische Nationalbank Finanzstabilität. Zürich.

Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (2019). Eröffnung der Vernehmlassung zur Änderung der Eigenmittelverordnung. In: Medienmitteilung vom 05.04.2019. Hrsg.: Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF), Bern.

SwissBanking (2019). Aktuelle Entwicklungen auf dem Markt für Wohnrenditeliegenschaften. SBVg erwägt Anpassung der Selbstregulierung. In: Medienmitteilung vom 20. März 2019. Basel.

Tagesanzeiger (2019). Ein Schreckenszenario für die Eurozone und die Schweiz. In: Tagesanzeiger vom 12. April 2019. Hrsg.: Tamedia AG. Zürich.