

Die Immobilienmärkte im Niedrigzinsumfeld

Das gesunkene Zinsniveau, das eine Folge der Wirtschaft der vergangenen Jahre ist, wirkt sich auch in der Immobilienbranche merklich aus. So wird die Bewertertätigkeit vor neue Herausforderungen gestellt. Zwischen Transaktionspreis und Marktwert kann es nämlich zu erheblichen Abweichungen kommen. Dr. Roland Füss, Professor für Real Estate Finance an der Universität St.Gallen, beleuchtet die Thematik in einer ganzheitlichen Betrachtung.

Die anhaltende Niedrigzinspolitik bedeutender Zentralbanken hat ihren Ursprung in der globalen Finanzkrise der Jahre 2007/2008 und der damit ausgelösten weltweiten Rezession. Seitdem hat sich das volkswirtschaftliche Wachstum im internationalen Vergleich unterschiedlich entwickelt. Während sich in der Schweiz, und insbesondere auch in Deutschland, die Konjunktur mit niedrigen Arbeitslosenzahlen als robust zeigt, kämpft die südliche Peripherie in Europa noch immer mit strukturellen Wirtschaftsproblemen und – wie zum Beispiel im Falle von Italien oder Griechenland – mit einer Bankenkrise sowie einer hohen Staatsverschuldung. Seit der Aufgabe des Euro-Franken-Mindestkurses vor zwei Jahren hat die Schweizer Wirtschaft in Zeiten volatiler internationaler Finanzmärkte als Ausdruck geo- und wirtschaftspolitischer Krisen mit einem anhaltenden Aufwertungsdruck ihrer Währung zu kämpfen. Die Einführung von Negativzinsen konnte die Flucht in den als «sicheren Hafen» geltenden Schweizer Kapitalmarkt bisher nicht merklich abwenden. Die quantitative Lockerung und unkonventionelle Geldpolitik führender Zentralbanken erzeugte eine Liquiditätsflut, die von den Anleihemärkten auf andere Kapitalmärkte überschwappte.

Von der Niedrigzinspolitik seit Ende 2008 haben vermehrt die Aktien- und Immobilienmärkte profitiert. Aufgrund der niedrigen Finanzierungskosten sowie einer höheren Bewertung der Nettoinventarwerte und des daraus resultierenden Anstiegs der Buchgewinne profitierten hauptsächlich Wohn-Immobilien-gesellschaften. Demgegenüber haben Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere an Attraktivität verloren. Insbesondere für Pensionskassen und Versicherungen hat der fehlende Ertrag aus dieser Risikoklasse zum Anlagenotstand geführt und die Immo-

bilienquote in den Portfolios institutioneller Anleger merklich ansteigen lassen. Die expansive Geldpolitik und die damit erzeugte Liquiditätsschwemme an den Finanzmärkten birgt die Gefahr von Preisblasen. Solche Übertreibungen liegen dann vor, wenn sich die Transaktionspreise nicht mehr überwiegend fundamental, zum Beispiel durch die Einkommens-, Mietzinsentwicklung oder das Bevölkerungswachstum, erklären lassen.

Unterschätztes Risiko

Das gesunkene Zinsniveau spielt eine zentrale Rolle für die Preissteigerungen an den Schweizer Immobilienmärkten. So bestimmt sich bei Renditeliegenschaften die erwartete Rendite durch die Kapitalisierungsrate, die sich aus dem risikolosen Zinssatz und der Risikoprämie abzüglich der Wachstumsrate zukünftiger Mieteinnahmen zusammensetzt. Es ist offensichtlich, dass bei niedrigen Zinsen die zukünftigen Mieteinnahmen zum heutigen Zeitpunkt an Wert gewinnen. Bei einem Rekordtief des Leitzinssatzes von Null- oder Negativzinsen und unter der Annahme eines konstanten Nettobetriebsinkommens determiniert lediglich die Risikoprämie den Wert eines Anlageobjektes. Bei Negativzinsen reduziert sich sogar die Risikoprämie, und das Risikopotenzial einer Immobilienanlage wird unterschätzt. Die an zahlreichen Büroimmobilienstandorten zu beobachtenden niedrigen Bruttoanfangsrenditen und hohen Preise sind folglich Ausdruck eines unterschätzten Risikos und lassen sich nicht durch eine geringere Marktvolatilität, eine höhere Immobilienqualität oder ein gestiegenes Wirtschaftswachstum erklären.

Durch die Abkopplung der Nachfrage am Nutzermarkt vom Investmentmarkt in einem Umfeld extrem niedriger Zinsen wird die Bewertungspraxis vor

grosse Herausforderungen gestellt. Denn unabhängig von der unterstellten Bewertungsmethode (Vergleichs-, Ertrags- oder Sachwertverfahren) kann es aufgrund der ungewöhnlichen Situation zu erheblichen Abweichungen zwischen Transaktionspreis und Marktwert kommen. Beim Vergleichswertverfahren werden zur Ermittlung von Bodenwerten oder Stockwerkeigentum Bodenpreisindexreihen und Umrechnungskoeffizienten auf der Grundlage von Kaufpreissammlungen abgeleitet. Daher stellt sich hier die Frage, wie dem aktuellen Marktgeschehen, d. h. einem Nachfrageüberhang aufgrund mangelnder Anlagealternativen, Rechnung zu tragen ist. Die Verzerrung in den Transaktionspreisen dürfte gross sein, wenn sich mit Fundamentaldaten und wertbestimmenden Grundstücksmerkmalen Marktwerte nur noch teilweise marktkonform erklären lassen. Darüber hinaus haftet dem aus Regressionsanalysen abgeleiteten Vergleichswertverfahren mit dem Übergang in das aktuelle Marktszenario ein hohes Modellrisiko an.

Relevanzverlust objektiver Bewertungsverfahren

Für das Ertragswertverfahren stellt die unkonventionelle Geldpolitik gleichermaßen eine Herausforderung dar. Aus einem negativen (bzw. auf null festgelegten) risikofreien Zins, den niedrigen Opportunitätskosten alternativer Anlageformen sowie einer geringen Liquiditätsprämie resultiert ein Diskontierungssatz, der den Wert zukünftiger Mieteinnahmen erhöht. Angesichts der sich aktuell abzeichnenden Zinswende in den USA und der leicht anziehenden Inflation müsste diese Entwicklung in der Diskontierungsrate eingepreist werden. Werden Erwartungen vernachlässigt und wird als massgeblicher Diskontierungssatz der Liegenschaftszinssatz herangezogen, so ergibt sich eine ähnli-

che Problematik wie beim Vergleichswertverfahren: Der Marktwert einer Immobilie bestimmt sich nicht durch rationale Bewertungsgrundsätze, sondern durch den Wert, den ein unter Umständen irrational handelnder Markt

«[...] wenn Marktakteure allein aufgrund der Tatsache vergangener Preissteigerungen glauben, dass der Wert einer Immobilie auch in Zukunft steigen wird, dann verlieren objektive Bewertungsverfahren ihre Relevanz.»

einer Immobilie beimitst. Überspitzt ausgedrückt: Wenn Marktakteure allein aufgrund der Tatsache vergangener Preissteigerungen glauben, dass der Wert einer Immobilie auch in Zukunft steigen wird, dann verlieren objektive Bewertungsverfahren ihre Relevanz.

Am Markt für selbstgenutztes Wohneigentum zeichnet sich in der jüngsten Vergangenheit eine Stagnation bzw. ein leichter Rückgang für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser in der Schweiz ab. Mehrere Ursachen sind hierfür verantwortlich: Zum einen hat die Einführung von Negativzinsen nicht zu dem erwarteten Rückgang der Hypothekarzinsen geführt, da sich die Absicherung des Zinsänderungsrisikos der Banken erhöht hat. Zum anderen haben die Selbstregulierungsmassnahmen im Rahmen von Hypothekendarfinanzierungen, die Berücksichtigung eines kalkulatorischen Zinssatzes von fünf Prozent in der Tragbarkeitsberechnung und der antizyklische Kapitalpuffer dazu geführt, dass sowohl das Hypothekarvolumen als auch der Preisanstieg gedämpft

wurde. Eine ähnliche Wirkung zeigt die seit März auch in Deutschland umgesetzte EU-Wohnimmobilienkreditrichtlinie, die stärker an der Tragfähigkeitsanalyse als am Belehnungswert ansetzt. Der Übergang zu erhöhten Eigenkapitalanforderungen und einer strengeren Tragbarkeitsanalyse sind die richtigen Instrumente zur Unterstützung der Finanzstabilität. Obwohl die Immobilienpreise im Verhältnis zu den Mieten deutlich stärker gestiegen sind, bleibt die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohneigentum hoch. Dies lässt sich wiederum mit den niedrigen Hypothekarzinsen und zukünftigen Wertsteigerungen erklären, die die Kosten

des selbstgenutzten Wohneigentums gegenüber dem Wohnen zur Miete im aktuellen Marktumfeld verringern. Allerdings ist zu bedenken, dass bereits eine Zinserhöhung um zwei Prozentpunkte zu massiven Mehrbelastungen der Haushalte führen kann. Eine Absenkung des kalkulatorischen Zinssatzes, wie dies in jüngster Vergangenheit gefordert wurde, ist daher vehement abzulehnen.

Moderater Zinsanstieg wahrscheinlich

Mit der Zinserhöhung der US-Notenbank im Dezember letzten Jahres und der Ankündigung weiterer Zinsschritte dürfte eine allgemeine Zinswende eingeleitet worden sein. Das durch den neuen US-Präsidenten angekündigte Konjunkturprogramm dürfte zumindest mittelfristig zu steigenden Zinsen führen. Langfristig ist jedoch von einem moderaten Zinsanstieg auszugehen, da die expansive Fiskalpolitik und die möglicherweise daraus resultierenden höheren Staatsschulden finanziert werden müssen. Die Wahrscheinlichkeit für ein Szenario nachhaltig steigender Zinsen dürfte folglich gering sein. Unter-

stellt man ein Szenario moderater Zinserhöhungen, dann werden auch starke Korrekturen an den Aktienmärkten ausbleiben. In den Kursen von Immobilienaktiengesellschaften wird sich jedoch die Zinswende aufgrund steigender Finanzierungskosten und niedrigerer Nettoinventarwerte niederschlagen. Des Weiteren ist davon auszugehen, dass sich die Risiken der Tragfähigkeit bzw. die Leverage-Gefahr angesichts der niedrigen Bruttoanfangsrenditen am Gewerbeimmobilienmarkt weiter erhöhen. Schliesslich bleibt offen, wie die Geschäftsbanken aufgrund der Vergabe von Krediten mit langen Laufzeiten auf eine Zinswende zurück zur Normalität reagieren werden.

Einen weiteren Artikel zu dieser Thematik aus Westschweizer Sicht, betrachtet vom Präsidenten der CEI, Yves Cachemaille, finden Sie in diesem Heft auf Seite 20.



Prof. Dr. Roland Füss
Professor für Real Estate Finance,
Universität St. Gallen; Direktions-
mitglied des Schweizerischen
Instituts für Banken und Finanzen
s/bf-HSG und der School of Finance,
St. Gallen