

# PwC-Immosppektive

Interpretation der FPRE-Metaanalyse Immobilien 3Q/15

Verweise auf FPRE-Grafiken sind in unserem Text mit «(1)» usw. bezeichnet.

21.08.2015

## Wichtiges in Kürze:

- Das Wirtschaftswachstum wird in 2015 auf den tiefsten Stand seit 2009 sinken
- Die günstigen Importe zusammen mit dem tiefen Ölpreis drücken die erwartete Inflation auf -1,1 %
- Für längere Fristigkeiten werden leicht höhere Zinsen erwartet.
- Die Umsatzprognose für das Bauhauptgewerbe liegt um 9 % tiefer als im Vorjahr
- Die Zuwanderung lässt gegenüber Vorquartal deutlich nach, mit entsprechenden Konsequenzen für den Wohnimmobilienmarkt
- Die moderate Entwicklung auf dem Eigenheimmarkt spiegelt nur verzögert die Konjunkturlage wieder und hält die Diskussion über Immobilienblase weiter am Leben
- Die Risikomarge bei Wohnimmobilien bleibt sehr attraktiv und führt zum neuen Investitionsschwung. Die SNB zeigt sich besorgt über diese Entwicklung
- Der Büroimmobilienmarkt muss sich auf die Finanzierung von Mieterausbauten und mietfreie Zeiten einstellen. Die Rückzahlung von Kredittranchen ist für die Investoren attraktiver als Investitionen in Büroliegenschaften mit unsicherer Vermietung
- Investitionen in Schweizer Retail-Liegenschaften sind zum Stillstand gekommen, Bestandsobjekte werden oft abgewertet.

*Das Jahr 2015 wird das wirtschaftlich schwächste Jahr seit 2009. Das krisenresistente Renditesegment der Wohnliegenschaften erfährt einen neuen Schub auf dem Transaktionsmarkt, weil die tiefen Renditen noch genug Risikomarge für die Käufer übriglassen. Bis zum Jahresende wird entsprechend mit Aufwertungen in manchen institutionellen Portfolios gerechnet. Dafür ist die Motivation, in Büroobjekte zu investieren, nur noch bei AAA-Objekten zu spüren oder mit hohen Abschlägen für Unsicherheiten in der Vermietung zu erzielen. Die Risikoaversion der Investoren wird bei stark konjunkturabhängigen Anlagen wie Retail-Liegenschaften durch Abwertungen der Bestandsobjekte abgebildet. Der Transaktionsmarkt ist in diesem Segment zum Stillstand gekommen.*

## Schwaches Wachstum in 2015

Das Wirtschaftswachstum in 2015 wird deutlich unter 1,0 % bleiben und somit auf dem tiefsten Stand seit dem Krisenjahr 2009. Selbst die optimistischen Einschätzungen der Institute SECO und Créa sowie der CS-Volkswirte sehen das Wachstum für das aktuelle Jahr bei maximal 0,8 %. (8) Während die Exporte unter dem starken Schweizer Franken leiden, freuen sich neben den Schweizer Konsumenten auch hiesige Unternehmen über die tieferen Preise der Importe. Die günstigeren

Importgüter zusammen mit der rückläufigen Entwicklung der Ölpreise schlagen sich in der Inflationsentwicklung nieder. Die durchschnittlich erwartete Inflationsrate liegt bei 1,1 % in 2015 und bei 0,1 % in 2016. (8)

Die Zinskurve wird im Vergleich zum Vorquartal nochmals leicht tiefer gezeichnet. Neben den kurzen und mittelfristigen Laufzeiten ist die 10-Jahres-Bundesobligation als einzige wieder zurück über die Nullgrenze gerutscht. (23) Die Volkswirte gehen davon aus, dass die Bundesobligation in 2015 nahe der Nullgrenze bleibt und in 2016 auf



0,2 % bis 0,5 % ansteigen wird. (21) Dem erwarteten Trend von leicht höheren Zinsen in der langen Frist entspricht auch der Satz für die 10-Jahreshypothek, der im Vergleich zum Vorquartal um 0,1 % auf 2,0 % angestiegen ist. (24)

## Die Bautätigkeit ist ausgebremst und das Bauen wird günstiger

Die Bautätigkeit auf dem Immobilienmarkt lässt auf einem hohen Niveau weiterhin nach. Der Baukonjunkturindikator CS/SBV-Baukostenindex<sup>1</sup> zeigt einen erwarteten Rückgang im Umsatz im Bauhauptgewerbe um 9 % gegenüber Vorjahr. Diese Abschwächung ist besonders auf die Komponente Tiefbau zurückzuführen, aber auch Hochbau hatte über die letzten drei Quartale eine leicht negative Wachstumsrate ausgewiesen. (18) Der Baupreisindex ist insbesondere bei Bürobauten im Vorjahresvergleich um 1,2 % tiefer ausgefallen (20) und entspricht dem Trend der Produktionskosten, die in der ersten Jahreshälfte wiederholt um nahezu zwei Prozentpunkte gesunken sind. (19)

## Die Aussichten für den Wohnimmobilienmarkt düsterer

Die Bevölkerungsentwicklung ist nicht mehr so optimistisch einzuschätzen. Der Zuwanderungssaldo im zweiten Quartal ist deutlich tiefer ausgefallen als im ersten Quartal (12), insbesondere im Monat Mai sind nur 2000 Personen zugewandert, während der monatliche Durchschnitt der Jahre 2013/2014 bei knapp 7000 Personen pro Monat lag. (13) Ist es ein Beginn der Trendwende in der Zuwanderung? Die Zuwanderung ist aktuell besonders stark durch Personen aus südeuropäischen Ländern geprägt und hat einen unterschiedlichen Einfluss auf den

Wohnungsmarkt als die Zuwanderung in den Boomjahren. Die Wohnungen werden entsprechend in einem tieferen Preissegment gesucht und werden oft mit mehreren Personen belegt, als dies bei den früher Zugewanderten der Fall war. Entsprechend ist die Anzahl der neu entstehenden Haushalte deutlich tiefer und der positive Effekt auf den Wohnungsmarkt wird weiter geschwächt. Auch wenn die Umsetzung der Masseneinwanderung sehr moderat ausfallen mag, ist dies ein weiterer Effekt, der insgesamt zu einer Verlangsamung der Dynamik auf dem Schweizer Wohnungsmarkt beiträgt.

## Wohneigentum temporär in der Risikozone, Renditesegment voll in Fahrt

Die unsicheren Wirtschaftsaussichten trüben zusammen mit der Regulierung das Eigenheimsegment. Im zweiten Quartal 2015 sind die Preise für Eigentumswohnungen schweizweit um 2,3 % gesunken. Besonders betroffen ist dabei das gehobene Segment mit einem Rückgang von 4 %. (55) Einzig die Preise der Einfamilienhäuser halten sich mit einem leichten Plus weiterhin über alle Segmente stabil. (48, 49) Anders sieht die Entwicklung der Preise im zweiten Quartal die UBS. Der UBS-Blasenindex ist im zweiten Quartal erstaunlicherweise stark gestiegen und liegt inzwischen mit 1,37 Punkten in der Risikozone. Obwohl von einer Blase (ab 2,0) noch weit entfernt, hat der Index den höchsten Stand seit dem Beginn der 90er Jahre erreicht. Gemäss Statistiken der UBS sind die Preise für Eigenheime im zweiten Quartal um knappe 2 % gestiegen. Diese Entwicklung sei angesichts der Konjunktur unverhältnismässig.<sup>2</sup> Aber auch die UBS erwartet im zweiten Halbjahr einen Abwärtstrend in der Preisentwicklung und somit ist die Gefahrenzone wohl nur temporär erreicht worden. Im gesamten Eigenheimmarkt rechnet die UBS 2015

mit einer negativen Preisentwicklung von 1 % bei Einfamilienhäusern und 0,5 % bei Eigentumswohnungen, während W&P noch verhalten optimistisch bleibt. (7) Für die weitere Entwicklung in 2016 erwartet der Markt in den meisten Regionen tiefere Marktwerte im EFH-Segment (60), die Werte der Eigentumswohnungen dürften jedoch auch in Zukunft stabil bleiben. (62)

Die SNB äussert in ihrem jährlichen Bericht zur Finanzstabilität etwas Entspannung über die Entwicklung auf dem Wohnungsmarkt, sieht aber dagegen das Renditesegment des Wohnimmobilienmarktes stark dem Anlagedruck ausgesetzt. Diese Erkenntnis der SNB ist für die institutionellen Anleger nicht überraschend. Obwohl die Fundamentaldaten, zusammen mit dem erneut gesenktem Referenzzinssatz, nicht für eine Steigerung der Cashflow-Renditen auf dem Wohnrenditeimmobilienmarkt sprechen, sind die Interessen der Anleger bei dieser Anlagekategorie so stark wie noch nie. Die Preiserwartungen für Mehrfamilienhäuser über die kommenden zwölf Monate sind seit 2011 zum ersten Mal wieder deutlich angestiegen (32). Einige Investoren, die bisher eher zurückhaltend auf dem Transaktionsmarkt blieben, starten jetzt neue Ankauffoffensiven. Diese Strategie kann gut durch das attraktive Rendite-Risiko-Profil begründet werden. Die Spitzenrenditen bei neu erworbenen Wohnliegenschaften liegen in der Stadt Zürich bei rund 2,4 % und in Genf bei ca. 2,8 % und im Vergleich zu Bundesobligationen ist das Renditeniveau für diese Anlageklasse somit nach wie vor intakt.<sup>3</sup> Die sinkenden Renditeanforderungen stützen den Wohnimmobilienmarkt und beeinflussen nicht nur den Transaktionsmarkt. Auch bei einigen institutionellen Portfolios wurden bereits per Halbjahr Aufwertungseffekte aufgrund der tieferen Diskontierungszinssätze bekanntgegeben. Mit weiteren Aufwertungen wird in der Branche noch bis Jahresende gerechnet.

<sup>1</sup> Baukostenindex der Credit Suisse und des Schweizerischen Baumeisterverbandes

<sup>2</sup> UBS Medienmitteilung, Immobilienblasenindex verzeichnet deutlichen Anstieg, 4.8.2015

<sup>3</sup> UBS, Schweizer Immobilienmarkt, 2015

Die Marktmieten auf dem Wohnungsmarkt haben sich im letzten Quartal nochmals positiv entwickelt, insbesondere in den Grossräumen Genf und Lugano. (26, 27, 28) Die Angebotsmieten machen diesen positiven Trend aber nicht ganz mit, mit Ausnahme der Region Genfersee. (29, 30) Die Investoren sind bei deren Bestandsobjekten mit zunehmend stagnierenden oder sogar sinkenden Mieten konfrontiert. Einerseits schränkt die tiefere Mobilität der Mieter die Anpassungen bei Mieterwechsel stark ein und andererseits fragen bestehende Mieter immer häufiger die Mietzinssenkungen infolge des gesunkenen Referenzzinssatzes an.

### **Der problematische Büroimmobilienmarkt spiegelt sich im Transaktionsmarkt wider**

Der Index der Offenen Stellen hat sich zu Beginn 2015 nochmals verschlechtert (10) und die Konjunkturlage lässt nicht vor 2017 auf eine spürbare Verbesserung hoffen. Auch die Arbeitslosenquote steigt an und die Volkswirte rechnen mit einer weiteren Verschlechterung der Beschäftigung in 2016. (8) Die Büromarktmieten haben einen deutlichen Rückgang seit Jahresbeginn hinnehmen müssen, insbesondere in der Region Genfersee und Zürich, aber auch in der bisher stabilen Region Basel. (36, 37) Diese Entwicklung ist in der Vermietung von Büroflächen deutlich zu spüren. Der Überhang an angebotenen Flächen gibt den Mietern die Möglichkeit, interessantere Konditionen zu verhandeln. Ausbaukosten zu Lasten des Vermieters und mietfreie Zeiten sind nicht mehr eine Ausnahme auf dem Schweizer Büromarkt. Insgesamt tendieren die Mieter auch zu kürzeren Laufzeiten der Mietverträge, damit sie die Flexibilität im unsicheren Marktumfeld behalten können. Viele institutionelle Eigentümer kämpfen mit der Vermietung von älteren, oft ehemals eigenen Betriebsliegenschaften oder abgestossenen Betriebsliegenschaften

der Grossbanken. Auch wenn diese Investitionen aufgrund deren Lage langfristig eine sinnvolle Anlage sind, in der aktuellen Konjunkturlage ist deren Vermietung entweder mit sehr hohen Investitionskosten verbunden oder nur zu sehr tiefen Konditionen möglich. Auch bei den Transaktionen sind Marktakteure vorsichtig geworden. Obwohl der Anlagedruck hoch ist und viele Investoren mit hohen Cash-Beständen die negativen Zinsen fürchten, ist die Rückzahlung von

Kredittranchen noch immer eine bessere Option als der Erwerb einer Büroliegenschaft mit Schönheitsfehlern. Verkäufer, die auf das tiefe Renditeumfeld hoffen und Liegenschaften vor dem Ablauf von Hauptmietverträgen verkaufen möchten, müssen damit rechnen, dass die Käufer jedes Risiko bei der Preisfindung einrechnen und nur zu entsprechenden Abschlägen bereit sind, die Liegenschaft zu erwerben.



## Autoren

**Kurt Ritz**

+41 58 792 14 49

[kurt.ritz@ch.pwc.com](mailto:kurt.ritz@ch.pwc.com)

**Marie Seiler**

+41 58 792 56 69

[marie.seiler@ch.pwc.com](mailto:marie.seiler@ch.pwc.com)

*Real Estate Advisory*

*PricewaterhouseCoopers AG*

*Birchstrasse 160*

*CH-8050 Zürich*

## Retail-Objekte bleiben besonders stark der volkswirtschaftlichen Lage ausgesetzt

Der Einzelhandel in der Schweiz macht aktuell viele negative Schlagzeilen. Die realen Umsätze sinken sowohl in Food als auch im Non-Food Bereich und die Margen geraten immer mehr unter Druck. Die Volkswirte der UBS gehen in diesem Zusammenhang von weiterer Konsolidierung auf dem Markt aus, insbesondere im Hinblick auf strukturelle Bereinigung von Kleinfirmen.<sup>3</sup> Die Eigentümer der Retail-Liegenschaften schätzen die Renditen und Marktwerte für 2015/2016 als noch stabil ein (45), wie lange diese Einschätzung noch Stand hält, ist aber fraglich. Schweizer

Anleger investieren zwar teils nach wie vor in Einkaufszentren, suchen sich jedoch viel lukrativere Investitionen im europäischen Ausland aus, wie es zum Beispiel kürzlich die Axa Real Estate bei Ruhr Park in Deutschland gemacht hat. In der Bewertung von Bestandsobjekten in den institutionellen Portfolios werden die Risiken stärker eingeschätzt und die Zuschläge auf die Diskontierungszinssätze aufgrund der starken Konjunkturabhängigkeit der Handelsimmobilien erhöht. Diese vereinzelt Abwertungen können durch die allgemeine Aufwertungstendenz in den Portfolios gut absorbiert werden und viele Investoren nutzen die Chance, um die Risiken dieser Liegenschaften besser in den Bilanzwerten abzubilden.

<sup>3</sup> UBS, Schweizer Immobilienmarkt, 2015

