

# Zinsanstieg verändert Käuferstruktur



**Immobilienanlagen – Die Krise im amerikanischen Hypothekengeschäft prägt die internationalen Finanzmärkte. Welche Auswirkungen sind für Schweizer Immobilienanleger relevant?**

Von Thomas Kaul\*

Die Schwierigkeiten bei den Immobilienkrediten mit Schuldnern von eingeschränkter Kreditwürdigkeit haben nicht nur zu zahlreichen konkursiten US-Hypothekarinstitutionen geführt. Da diese Subprime-Kredite über Verbriefungen global vertrieben wurden, mussten weltweit – und mit der UBS auch in der Schweiz – Banken, Fonds und ihre Anleger signifikante Wertebussen in Kauf nehmen. In der Folge haben die Banken die Kreditvergabe reduziert und die Refinanzierung von Krediten vor allem über den kurzfristigen Kapitalmarkt ist fast zum Erliegen gekommen. Für Immobilienanleger in der Schweiz stellt sich die Frage, welche Auswirkungen auf Immobilienanlagen zu beobachten waren und in Zukunft noch zu erwarten sind.

Die Analyse basiert auf den zwei Segmenten des Immobilienmarkts:

dem Vermietungsmarkt und dem Anlagemarkt. Beide beeinflussen die Entscheide der Immobilienanleger und werden durch die Subprime-Krise unterschiedlich tangiert.

Da die Konjunktur in der Schweiz und in Europa durch die Ereignisse in den USA noch nicht beeinträchtigt wurde, konnte bis heute keine Veränderung der Flächennachfrage festgestellt werden. Das Flächenangebot ist ebenfalls unverändert, da dieses durch längere Projektentwicklungszeiten kurzfristig unelastisch reagiert. Der Vermietungsmarkt ist deshalb bis jetzt nicht betroffen.

### Zinssteigerung verändert den Anlagemarkt

Seit dem Auftreten der Subprime-Schwierigkeiten im März dieses Jahres sind die Zinsen zuerst signifikant gestiegen und als Folge der Interventionen der

Notenbanken wieder etwas gesunken. Der 5-Jahres-CHF-Swap-Satz hat sich per Saldo um 50 Basispunkte von 2,7 auf 3,2 Prozent verteuert. Das bedeutet, dass Immobilienanleger heute mit wesentlich höheren Finanzierungskosten kalkulieren müssen. Dabei ist zu beachten, dass unterschiedliche Anlegerkategorien verschiedene Finanzierungsstrategien umsetzen und dabei in unterschiedlichem Ausmass betroffen sind. Institutionelle Anleger wie Versicherungen oder Pensionskassen, welche ihre Anlagen wenig oder ohne Fremdkapital finanzieren, sind vom Zinsanstieg nicht betroffen. Immobilienfonds und börsenkotierte Aktiengesellschaften müssen hingegen aufgrund ihrer Fremdkapitalquote von bis zu 70 Prozent mit wesentlich höheren Zinskosten rechnen. Dabei gilt es zu beachten, dass diese Investoren mehrheitlich längerfristige Zinsbindungen eingegangen sind und



Bild: dreamstime

ziehungsweise Kaufgelegenheiten eröffnet. Dass der Wegfall dieser Käuferkategorie zu einem eigentlichen Preiserfall führt, ist nicht zu erwarten, denn die fremdfinanzierten Käufer waren zwar an Transaktionen mit grossem Volumen und entsprechender Visibilität beteiligt, doch der Marktanteil bezogen auf die Anzahl der Transaktionen war relativ klein.

### Keine perfekte Korrelation

Neben der Tatsache, dass der Zinsanstieg die Käuferstruktur auf dem Immobilienmarkt verändert, muss auch beurteilt werden, inwiefern die höheren Finanzierungskosten zu sinkenden Preisen geführt haben und noch führen werden. Während intuitiv ein enger Zusammenhang zwischen Zinsen und Kapitalisierungssätzen und daraus den Immobilienpreisen erwartet würde, besteht aufgrund der wissenschaftlichen Analyse über eine lange Frist keine perfekte Korrelation – zeitweise sogar eine negative. Gemäss einer Studie von Toronto Wheaton Research stellt in den USA der Zinssatz nur der viertwichtigste

Einflussfaktor auf die Bestimmung des Kapitalisierungssatzes dar, während der Zustand des Vermietungsmarktes am bedeutendsten ist. Wie die Darstellung «Rendite und Finanzierung» zeigt, sind in den USA in den Jahren 1990 bis 1993 die Renditen gestiegen und die Preise gesunken, während die Zinsen ebenfalls gefallen sind.

Dabei muss beachtet werden, dass, wie erwähnt, neben dem zwar wichtigen Zinsumfeld noch andere Einflussfaktoren auf den Anlagemarkt einwirken. Aufgrund veränderter Anlagestrategien vieler Investoren, welche unter anderem aus einer zunehmenden Total-Return-Orientierung den Immobilienanteil höher gewichtet, hat die Nachfrage nach Immobilienanlagen in den vergangenen Jahren stark zugenommen. Die daraus resultierende preissteigernde Nachfrageerhöhung ist deshalb strategisch begründet und wird durch die höheren Zinsen nicht zwingend reduziert. Insbesondere die andere Anlagekategorie, in Zeiten der Unsicherheit nicht an relativer Attraktivität im Vergleich zu Immobilienanlagen gewinnen. Einige Beobachter vertreten

den zudem die Meinung, dass durch die Professionalisierung des Marktes und die erhöhte Transparenz die Risikoprämie für Immobilienanlagen gesunken ist, was neben der erhöhten Nachfrage und den tiefen Zinsen die Kapitalisierungssätze reduziert, die Preise gesteigert und auch die Zinssensitivität der Preisbildung beeinflusst hat.

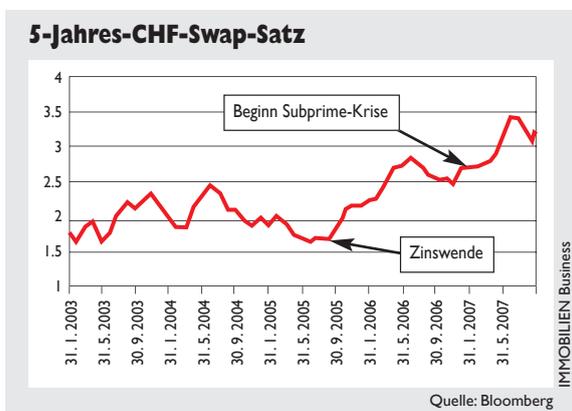
Die nach wie vor intakten konjunkturellen Perspektiven lassen teilweise ein Mietwachstum erwarten, welches die Preise auf dem Anlagemarkt unterstützt. Das heisst, dass die fundamentalen, immobilien-spezifischen Beurteilungskriterien wieder an Bedeutung gewinnen und Anlegern, welche sich – da sie ohne Fremdfinanzierung arbeiten – nur auf dieses Kriterium stützen, wieder Perspektiven bieten.

### Unsicherheit schafft Kaufgelegenheiten

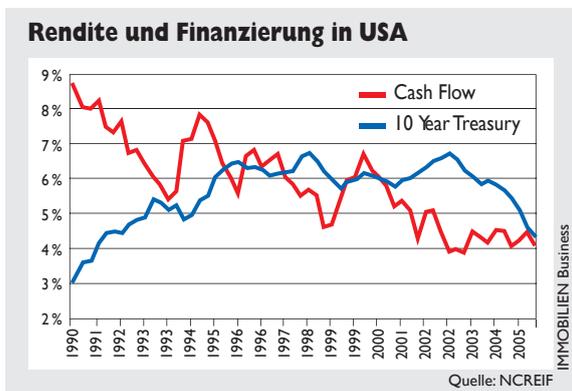
Aufgrund der Stabilität der gesamtwirtschaftlichen Lage hatte bis jetzt – mit Ausnahme einer Veränderung der Käuferkategorien – die Subprime-Krise keine signifikanten Auswirkungen auf den Schweizer Immobilienmarkt. Kurzfristig sind auch keine solchen zu erwarten. Von Bedeutung ist allerdings, dass bei der Beurteilung von Anlageentscheidungen, auf der Qualität der Vermietung beziehungsweise der daraus resultierenden Cashflows abgestützt, keine wesentliche zusätzliche Marktwertsteigerung aus einer Reduktion der Kapitalisierungssätze erwartet wird. Die längerfristigen Auswirkungen auf die Konjunktur sind aber genau zu beobachten, da eine Abkühlung der Wirtschaftslage die Vermietungssituation der Anlagen negativ beeinflussen könnte. In Analogie zu den Anleihemärkten konnte zudem beobachtet werden, dass die Risikoprämie für zweit- und drittklassige Liegenschaften in den letzten Jahren gesunken ist. Im Hinblick auf eine mögliche Abschwächung des Marktes ist aus Risikoüberlegungen sicher angezeigt, auf eine gute Qualität der Anlagen zu setzen.

demnach mit ihrem Bestandesportfolio kurzfristig nur einem kleinen Teil des Hypothekarportfolios tangiert werden. Für einige könnte es ein Glücksfall sein, dass die eigentliche Zinswende bereits im Sommer 2005, das heisst lange vor dem durch die Hypothekenkrise verursachten Zinsanstieg, eingetreten ist.

Den grössten Einfluss hat der Zinsanstieg sicher auf die mit hohem Fremdkapitaleinsatz agierenden Finanzinvestoren. Da einerseits durch die höheren Kosten die Gewinnmarge sinkt und andererseits die Banken einen höheren Eigenkapitaleinsatz fordern, ist das von dieser Investorenkategorie verfolgte Geschäfts- oder Transaktionsmodell derzeit nicht mehr praktikabel. Aus diesem Grund sind die Finanzinvestoren in den letzten Wochen mehr und mehr vom Markt verschwunden, was institutionellen oder industriellen Käufern wieder neue Chancen be-



**Die eigentliche Zinswende ist bereits im Sommer 2005 eingetreten.**



**US-Immobilienanlagen versus 10-jähriges US-Staatsanleihen.**

\*Thomas Kaul ist Senior Vice President bei Sal. Oppenheim jr. & Cie. Corporate Finance (Schweiz) AG