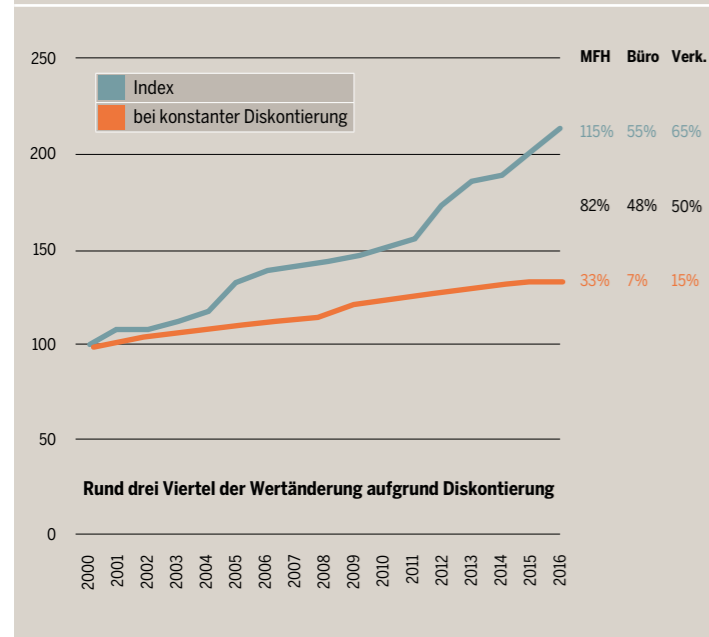


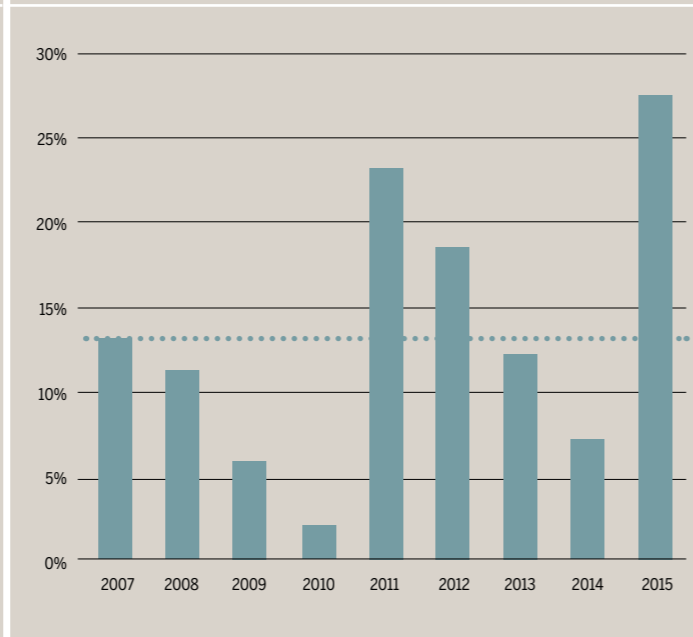
# Luft im System

Die Rendite von Liegenschaften war in der Vergangenheit nur zu einem kleinen Teil von der Ertragsentwicklung beeinflusst. Weit wichtiger war die negative Entwicklung der Verzinsungen. Damit werden die Zinsprognosen für die Entwicklungen des Transaktionsmarktes zentral.

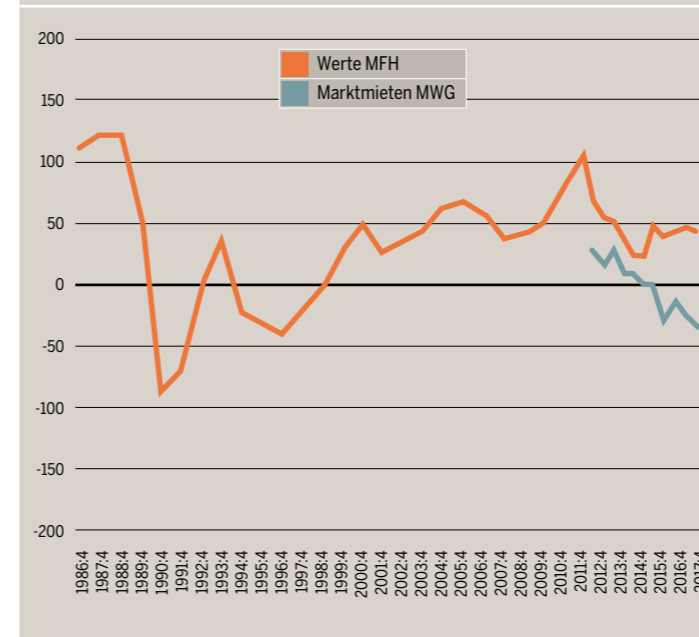
**ABB. 1: WERTINDEX MFH SCHWEIZ, KONSTANTE QUALITÄT**  
(Index 2000 = 100), Quelle: Real Estate Scenario Cockpit FPRE



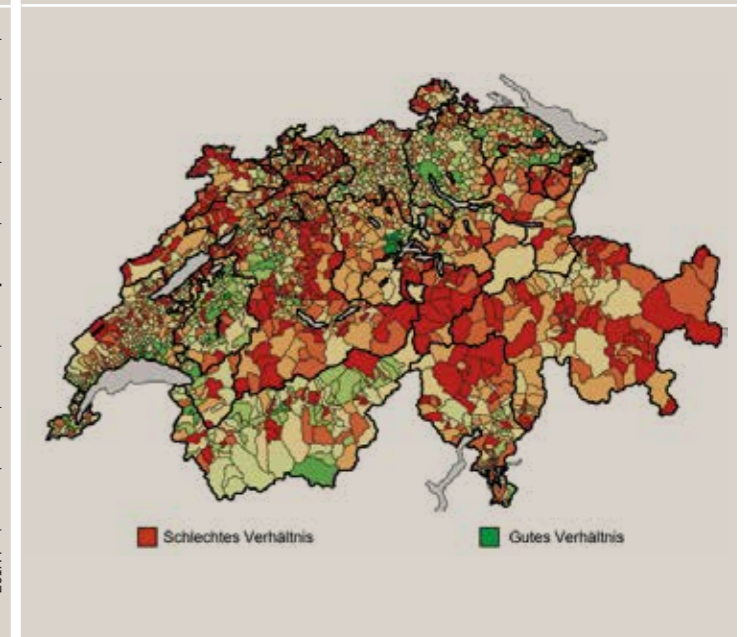
**ABB. 2: MITTLERE VERKAUFGESWINNE 2007-2015**  
Quelle: Geschäftsberichte, Analysen FPRE



**ABB. 3: ERWARTUNG ZU MIETEN UND WERTEN VON MFH**  
Quelle: HEV Schweiz / FPRE



**ABB. 4: RENDITE-RISIKOPROFILE MFH IN DER LANGEN FRIST**  
Quelle: FPRE



STEFAN FAHLÄNDER\*

**ZINSUMFELD TREIBT DIE WERTE VON RENDITELIEGENSCHAFTEN.** In den vergangenen Jahren war vor allem die Entwicklung der Preise von Wohneigentum im Fokus des Marktes, der Presse und letztlich auch des Regulators. Dabei wird jeweils insbesondere das Tiefzinsumfeld bei gleichzeitig gut laufender Konjunktur für die starken Preisanstiege verantwortlich gemacht.

Es ist offensichtlich, dass diese beiden Aspekte – gut laufende Wirtschaft, Immigration etc. sowie tiefe Zinsen – auch treibend auf die Werte und Preise von Renditeliegenschaften wirken. Zum einen bewirkt die gute Konjunkturlage einen generellen Anstieg der Nachfrage nach Wohnungen aller Art, was aufgrund von langen Planungs- und Bauzeiten zu einem Nachfrageüberhang und damit deutlich steigenden Mieten geführt hat. Dazu kommt der anhaltende Umbau der Volkswirtschaft, der zu einer weiteren Konzentration der Arbeitsplätze und der Bevölkerung auf die Ballungsgebiete des Mittellandes führt. Wie die Indizes von FPRE zeigen, sind die Erträge von MFH seit dem Jahr 2000 qualitätsbereinigt im landesweiten Mittel um rund ein Drittel angestiegen. Bei Büro- und Verkaufsflä-

chen sind die Entwicklungen ebenfalls positiv, aber deutlich weniger dynamisch (vgl. Abbildung 1).

Demgegenüber sind die Marktwerte mit +115% bei den MFH bzw. 55% (Büro) und 65% (Verkauf) deutlich stärker gestiegen. Insgesamt sind damit rund drei Viertel der Wertsteigerungen zwischen den Jahren 2000 und 2016 mit den gesunkenen Verzinsungserwartungen der Investoren zu begründen und nur rund ein Viertel mit den steigenden Mieten.

**» Rund drei Viertel des Wertanstiegs bei Renditeliegenschaften über die vergangenen 15 Jahre sind verzinsungsbedingt.«**

**DEUTLICHE BEWERTUNGSPUFFER.** Diese Gesamtentwicklungen sind im Grundsatz auch in den bewertungs-basierten Zeitreihen von KGAST, IPD/Wüest & Partner und im transaktionsbasierten SWX IAZI Real Estate Investment Performance Index wiedergegeben. Dabei verlaufen die

wertbasierten Indizes deutlich moderater als die transaktionsbasierten Indizes, was darauf hindeutet, dass die Bewertungen nicht scharf dem Transaktionsmarkt folgen, sondern in dieser Anstiegsphase etwas die Kurve schneiden.

Die Analyse von 309 Transaktionen institutioneller Investoren mit einem Buchwert von 3,1 Mia. CHF und einem Verkaufspreis von 3,5 Mia. CHF im Zeitraum 2007 bis 2015 zeigt, dass insgesamt ein Verkaufsgewinn von 400 Mio. CHF bzw. 13% des Buchwerts erzielt wurde.

Dabei zeigt sich, dass die Schere zwischen effektivem Markt und den Bewertungen bei lange gehaltenen Liegenschaften grösser ist als bei solchen mit kurzer Halte-dauer. Die Wert-

veränderung in den Portfolios liegt im Mittel über die letzten neun Jahre jährlich um etwa 1,15 Prozentpunkte unter der Preisentwicklung auf dem Transaktionsmarkt. Es besteht also mehr oder weniger Luft im System – im Sinn eines Bewertungs-Puffers –, welche im Fall ei-

ner Trendumkehr auf dem Transaktionsmarkt abgelassen werden kann.

**ZYKLISCHE UND LANGFRISTIGE ERWARTUNGEN.** Wie bereits aus den Ertragsentwicklungen in Abbildung 1 ersichtlich, sind die ertragsseitigen, kurzfristigen Entwicklungen insbesondere aufgrund steigender Leerstände insgesamt verhalten bis negativ, was sich bereits in der leicht negativen Ertragsentwicklung 2015 bis 2016 zeigt. Experten erwarten eine Fortsetzung dieses leicht negativen Ertragstrends. Bei der Einschätzung der Wertentwicklung sind sie hingegen nach wie vor positiv, was auf weiter sinkende Verzinsungserwartungen hindeutet, welche den Ertragsrückgang überkompensieren. In der kurzen Frist ist entsprechend nicht mit einem flächendeckenden Rückgang der Immobilienpreise zu rechnen. Letztlich ist die zinsgetriebene Wertentwicklung regional wenig differenziert, denn das generelle Zinsniveau gilt für die gesamte Schweiz an allen Orten gleichermassen. Dies bedeutet, dass ein – irgendwann – zu erwartender genereller Anstieg der Verzinsungserwartungen sowohl eine Wohnliegenschaft in Lugano als auch ein Bürogebäude in Bern sowie einen

Gewerbepark in St. Gallen gleichermaßen betreffen wird.

In der langen Frist gibt es aber trotz der alle Teilmärkte, Segmente und Regionen treffenden Zinsänderungen deutliche regionale Unterschiede im Gesamteffekt. Letztlich wird sich die Nachfrage nach Nutzflächen und Wohnungen regional stark unterschiedlich entwickeln. Entsprechend sind sowohl die Renditeerwartungen aber auch die Risiken – insbesondere im Lichte unterschiedlicher Langfristszenarien – regional stark zu differenzieren (vgl. Abbildung 4).

**ERWARTETE UMZONUNGEN ALS CHANCE.** Bei den Erwartungen über die langfristige Entwicklung der regionalen Renditen spielen demnach sowohl die generellen Verzinsungserwartungen als auch Entwicklung – und szenarische Konsistenz – der Nachfrage- und Ertrags-erwartungen eine zentrale Rolle, die je nach Portfolioallokation mehr oder weniger gute Ergebnisse zeitigen werden. Hier liegen Optimierungsmöglichkeiten und damit Chancen. Die weit grösseren Chancen ortet FPRE allerdings aufgrund der raumplanerischen Vorstellungen der Politik. So ist es absehbar, dass in einigen Regionen der Schweiz zu we-

nig Bauzonen – insbesondere für Wohnen – verfügbar sein werden, und wenn man die Zersiedelung des Landes effektiv stoppen will, wird dies die Bereitstellung entsprechender Bauzonen durch Umzonungen erfordern. Dabei werden offensichtlich hoch verfügbare Bauzonen – mit entsprechend geringen Landwerten – in Zonen mit einem Nachfrageüberhang – also hohen Landwerten – überführt werden, was entsprechende Wertsteigerungen zur Folge haben wird. Es ist davon auszugehen, dass mit Portfoliooptimierung die Rendite-Risiko-Profile zwar relativ verbessert werden können, die Renditen aufgrund der – risikobehafteten – Erwartung von Umzonungen aber deutlich höher ausfallen werden.



\*STEFAN FAHLÄNDER  
Der Autor ist Partner bei Fahrländer Partner Raumentwicklung (FPRE).