

«Formel 0 am Immobilienmarkt wie lange noch ?»

KUB Focus - Wissensvorsprung für
Bauherrenberater und Immobilienfachleute
vom 18. September 2018

Sponsoren



BÜHLER & OETTLI AG
BAUMANAGEMENT
www.buehler-oettli.ch

data:hub

R+B engineering ag



C
G
Caretta + Gitz AG
Baumanagement
Gesamtplanung

β
Beta Projekt Management AG
Bau, Immobilien, IT-Lösungen

synaxis
BAUINGENIEURE SIA/USIC

Referent

- **Martin Neff**
Chefökonom der Raiffeisen-Gruppe

Donnerstag, 6. September 2018

Neue Zürcher Zeitung

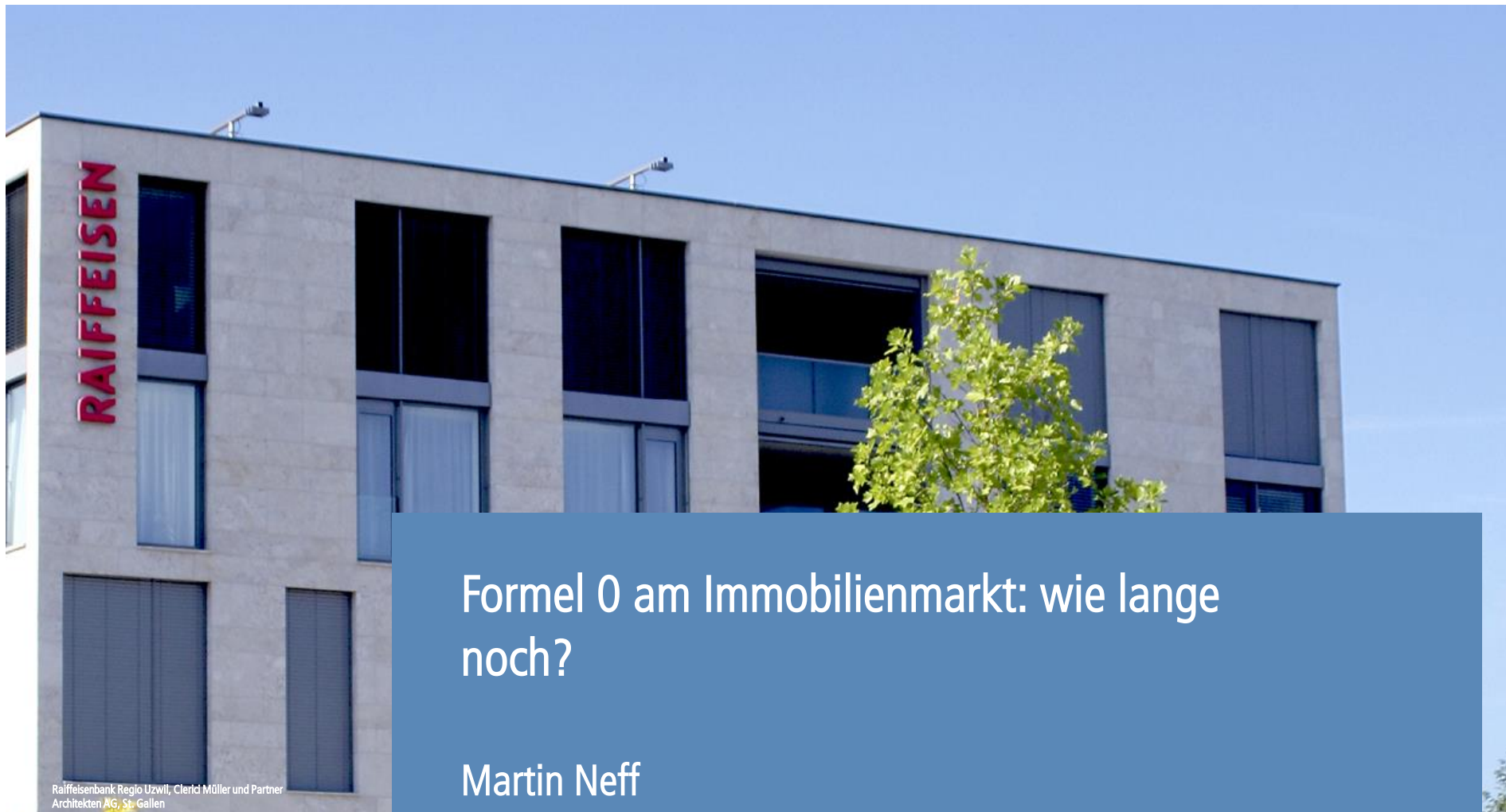


In der Schweiz entstehen am Laufmeter neue Wohnungen – nicht in erster Linie für Mieter, sondern für Anleger.

ANNICK RAMP / NZZ

Wieso wird weiter gebaut?

Die Zahl der leerstehenden Mietwohnungen in der Schweiz steigt rasant



Formel 0 am Immobilienmarkt: wie lange noch?

Martin Neff

Chefökonom Raiffeisen Gruppe

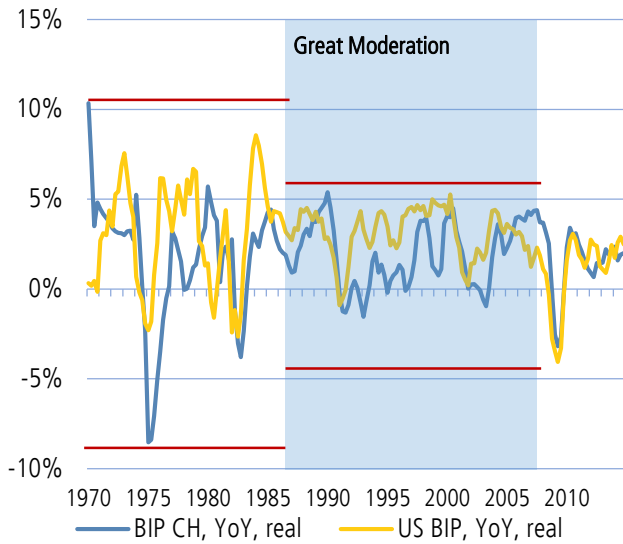
Zürich, 18. September 2018

Formel 0, Phase 1

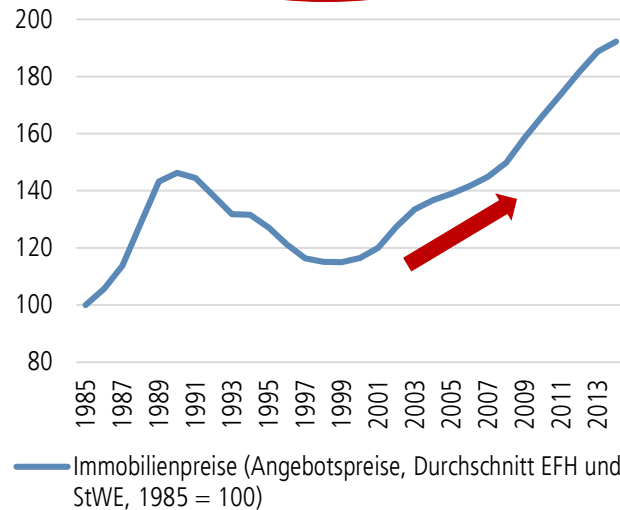
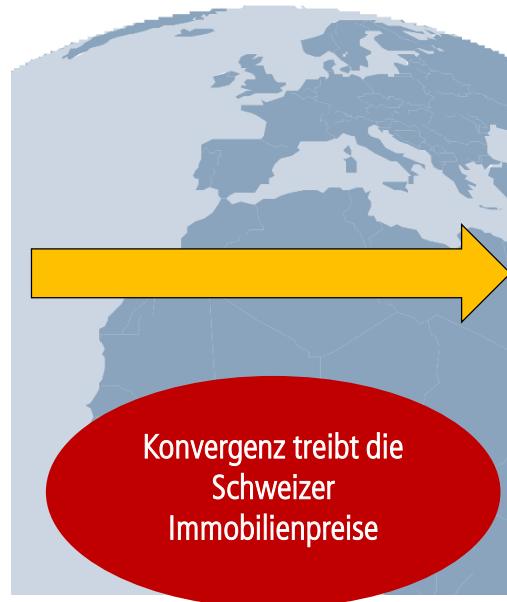
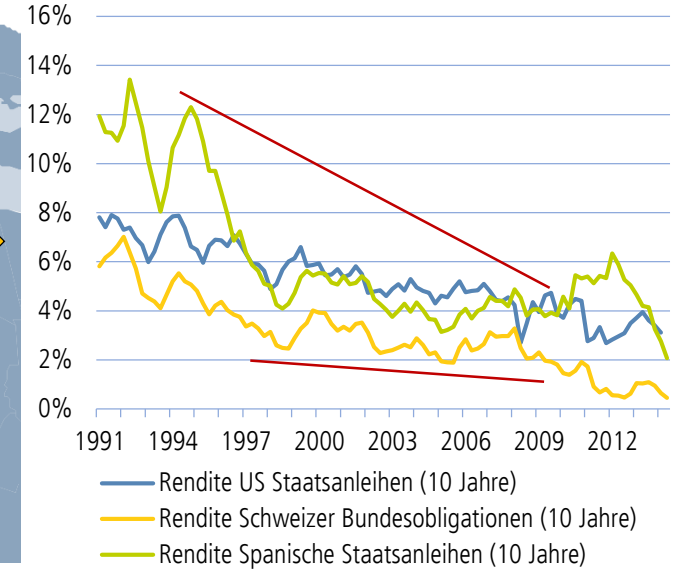
1) Konvergenz setzte lange vor der
Finanzkrise ein

Globalisierung und Immobilienmarkt

Der Glaube an die «Great Moderation»



Konvergenz als wundersame Heilung



Quelle: BfS, SECO, Thomson Reuters Datastream, Wüest und Partner, Raiffeisen Research

Formel 0, Phase 2

2) Wohneigentumsboom hat(te) zu aller
erst strukturelle Ursachen

Lehren aus der Geschichte

Phasen des Immobilienbooms			Zinskonvergenz und Immobilienpreise	
			Durchschnittliche Hypothekarzinsen 5 Jahre, fest (*)	Durchschnittliches Jahreswachstum Immobilienpreise (**) (Minimum / Maximum)
Der Auftakt	Phase 1	Überhitzung 1985 – 1989		
	<ul style="list-style-type: none"> • Konjunkturboom (1985 – 1987) • Börsencrash «Black Monday» (Oktober 1987) • Rasche Erholung, erneuter Boom (ab 1987) 		5.5%	+ 9.4% ↑ 5.7% (1986) / 13% (1988)
	Phase 2	Crash und Rezession 1990 – 1994		
	<ul style="list-style-type: none"> • Immobiliencrash und Regionalbankenkrise (1990) • Tiefe Rezession (ab 1990) 		7.8%	- 2.6% ↓ -4.6% (1993) / 2.1% (1990)
Startschuss: Der Wohneigentumsboom 1994/1995				
20 Jahre Wohneigentumsboom	Phase 3	Stabilisierung und Startschuss 1995 – 2002		
	<ul style="list-style-type: none"> • Verzögerte Erholung der Wirtschaft • Strukturreformen: Fallende Bau- und Immobilienpreise, Boom der Generalunternehmen • Wohnbau- und Wohneigentumsförderungsprogramm (1994/1995) • Dotcom-Blase, 9/11, kurze Rezession • Stabilisierung der Wirtschaft (ab 2003) 		4.7%	0.05 % ↑ -4.6 (1996) / 6.2% (2002)
	Phase 4	Globaler Boom 2003 – 2007		
	<ul style="list-style-type: none"> • Aufblühende Weltwirtschaft • International ansteigende Immobilienpreise • Überschwemmung der Finanzmärkte mit verbrieften Immobilienschuldpapieren aus den USA 		3.5%	+ 2.1 % ↑ 1.7% (2005) / 4.7% (2003)
	Phase 5	Finanz- und Eurokrise 2008 – 2015		
<ul style="list-style-type: none"> • Finanzmarktkrise (2008) • Eurokrise (2011) • Griechenlandkrise (2015) 		2.3%	+ 4.2 % ↑ 1.8% (2014) / 5.8% (2009)	

(*) Empfehlungen und Kundenzinssätze der Raiffeisenbanken

(**) Angebotspreise, Durchschnitt Einfamilienhaus und Stockwerkeigentum, bis 2014

Quelle: SNB, Wüest und Partner, Raiffeisen Research

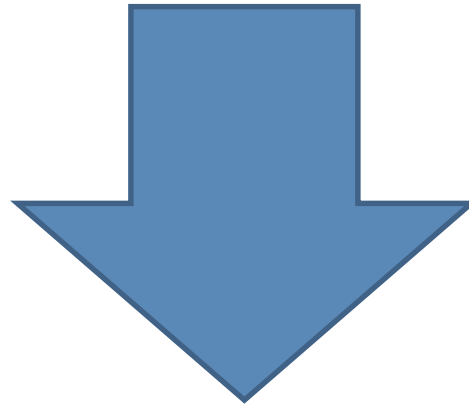
RAIFFEISEN

Formel 0, Phase 3

3) Die Finanzkrise hat den Immo-Boom verlängert und ausgeweitet

Was Subprime so alles nach sich zog

- Finanzmarktcrash
- Rezession und Korrektur von (wenigen) Exzessen in der Realwirtschaft (Erdöl)
- Erosion des gesamten Bankensektors
- Weltweite Schuldenkrise, mit Infragestellung der Europäischen Währungsunion
- Fragen zur Wirksamkeit der «alternativen» Geldpolitik

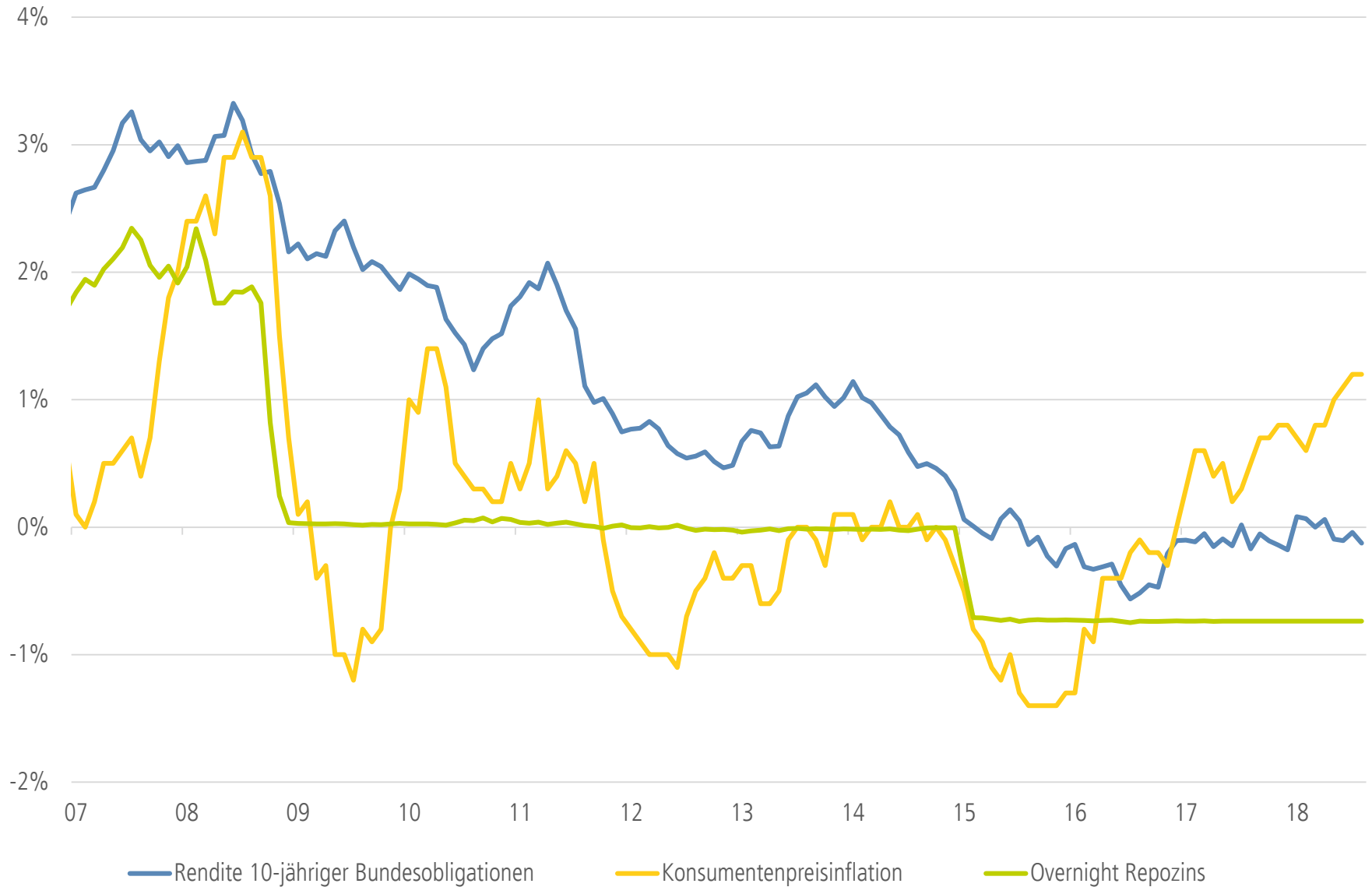


- (1) Globaler Abwertungswettlauf der Zentralbanken mit Schweiz an der Spitze
- (2) Niveaus, vor allem aber Spreads geraten erst richtig ins Rutschen

Formel 0

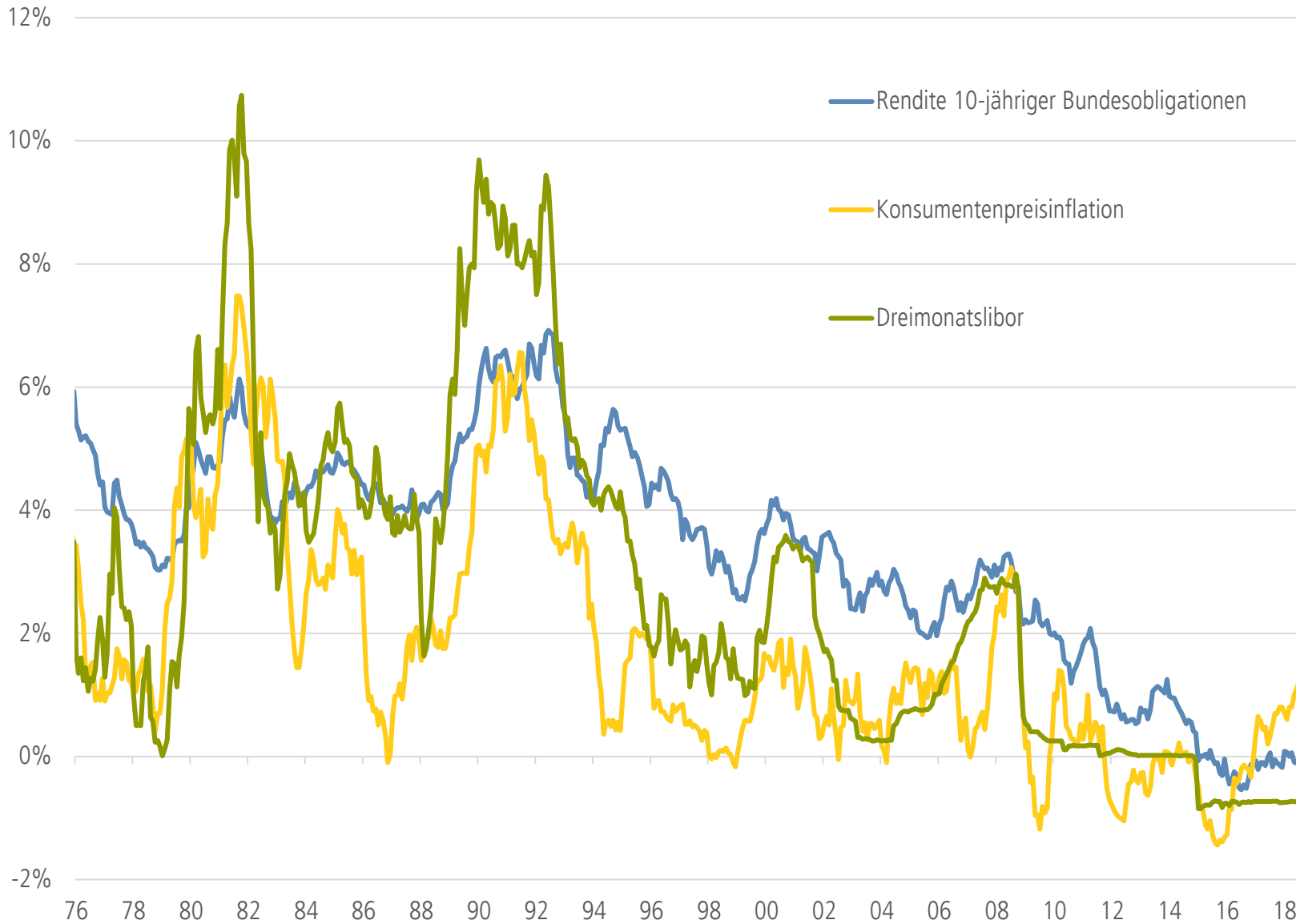
4) Inflations- und Zinsüberblick

Die (klassische) Inflationstheorie zieht nicht mehr



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

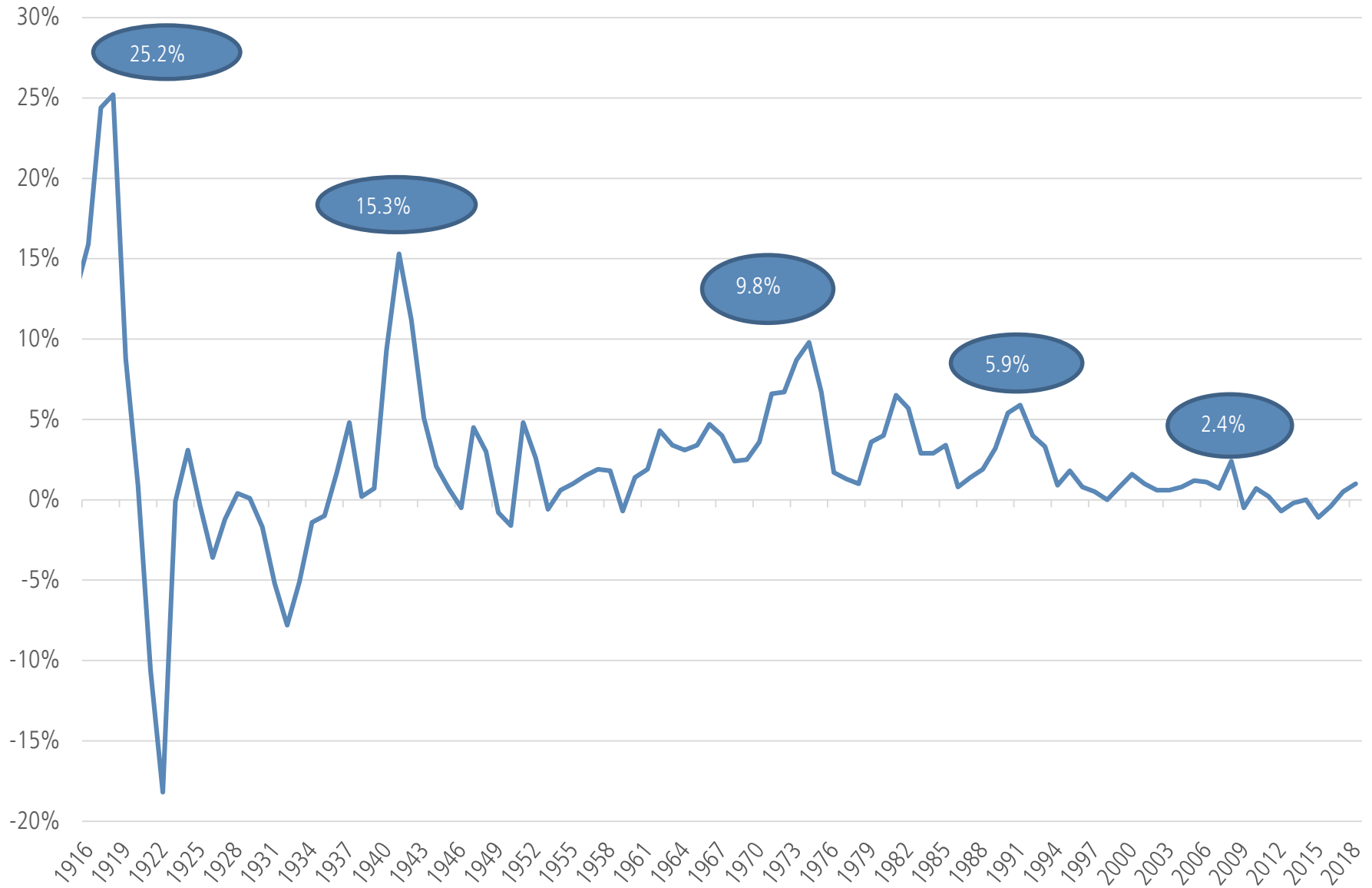
Die Inflation ist tot (1)



Quelle: Bloomberg, SNB; Raiffeisen Research

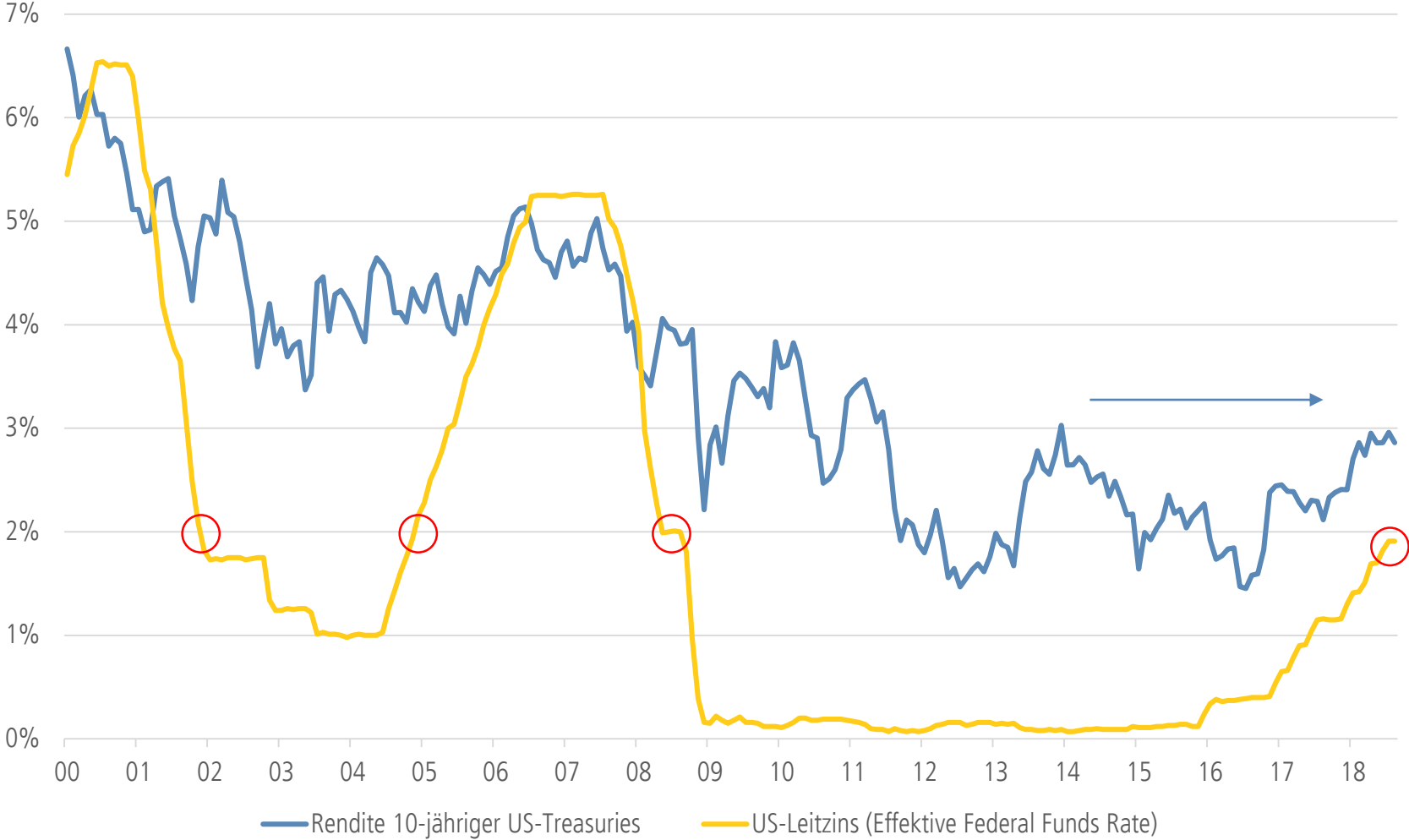
RAIFFEISEN

Die Inflation ist tot (2)



Quelle: Bloomberg, SNB; Raiffeisen Research

Zinswende jein!

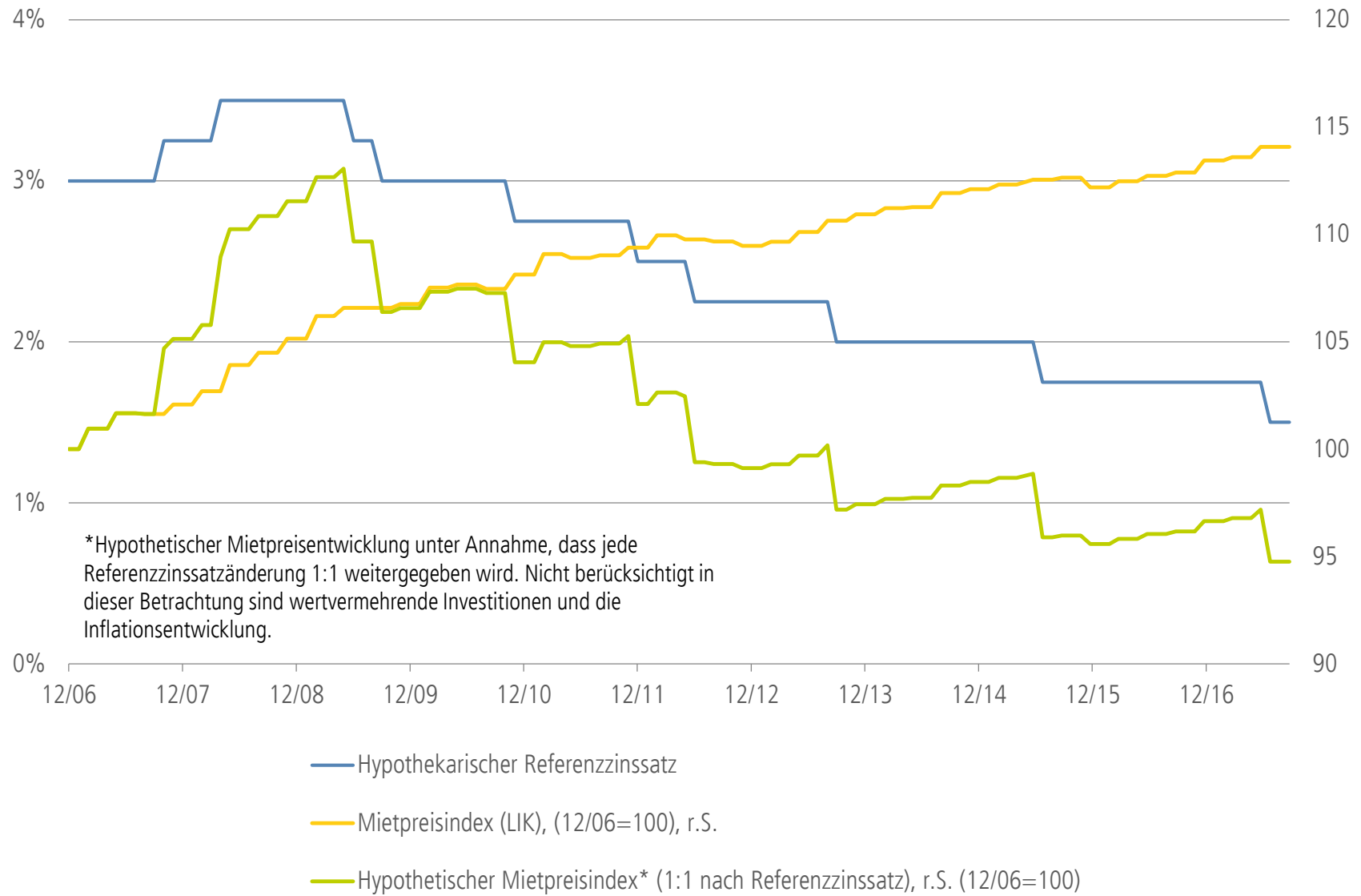


Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

Formel 0

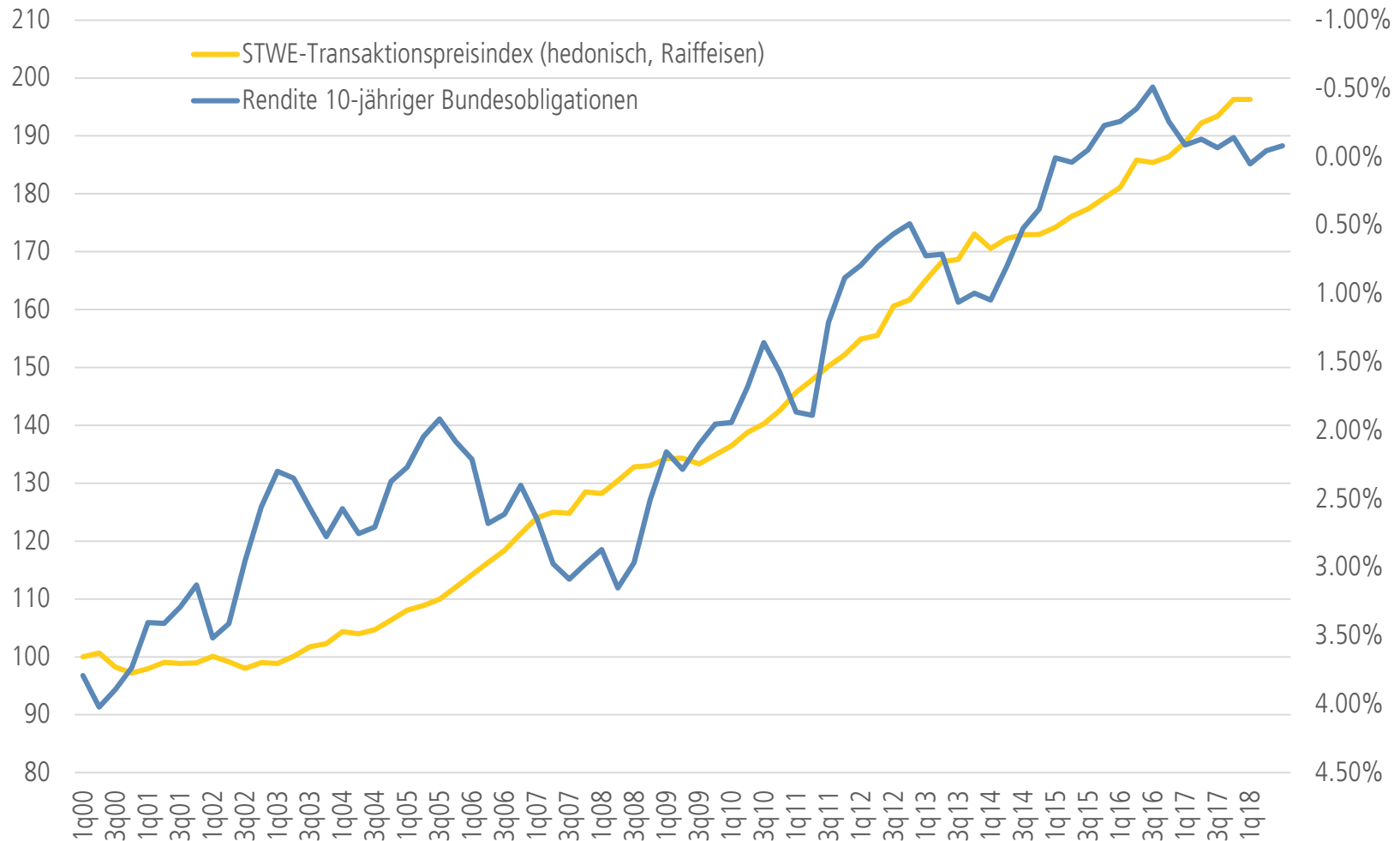
5) Mieten als Preistreiber? Bis auf weiteres
Geschichte!

Steigende Mieten trotz deutlich tieferem Referenzzins



Quelle: BFS, BWO, Raiffeisen Research

Der wahre Preistreiber ist die Geldpolitik



Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Research

Im Nullzinsalter

6) Bewertungsprobleme muss die Branche lösen

Problematik bei Abdiskontierung (Bewertung)

- Barwert einer Annuität = $\frac{\text{Cash Flow}}{\text{Zins}}$

- Beispiel: Barwert von 100'000:

6.0% = 1'666'667

5.0% = 2'000'000

2.5% = 4'000'000

1.0% = 10'000'000

0.1% = 100'000'000

0.01% = 1'000'000'000

-x = ???

-1% = -10'000'000

- Grenzwert für das dividieren durch Null: $\lim_{(+)\ x \rightarrow 0} \frac{n}{x} = +\infty$ $\lim_{(-)\ x \rightarrow 0} \frac{n}{x} = -\infty$

- Durch 0 zu teilen, ergibt mathematisch kein definiertes Ergebnis (macht keinen Sinn).

- Division durch negative Zahlen ist mathematisch möglich, ergibt bei der Abdiskontierung aber kein sinnvolles Resultat.

Ungelöste Hindernisse in der Bewertung

- I. Ist bei Null wirklich fertig?
- II. Festlegung des risikofreien Zinses
- III. Spreads von Renditeliegenschaften zu Bundesobligationen
- IV. Makro- und Mikrozuschläge linear anpassen oder proportional (Empfehlung: Finger weg von den Aufschlägen!)
- V. Trägheit des Referenzzins – wird er wieder zu einem politischen Zinssatz?
- VI. Werden die Risiken noch adäquat abgegolten? (Namentlich bei kommerziellen Immobilien, Klumpen-Wohnüberbauung an peripherer Makro und/oder schwacher Mikrolage, in Italien, Spanien, geschweige denn Griechenland)

Fazit: Die Zinsen werden den Markt nicht «richten»!

Blase ja, Spekulation nein, Landing soft

- Die weiche Landung im Eigenheimmarkt war stets unser Hauptszenario und ist derweil im Gang.
- Tiefe Zinsen gewährleisten die effektive Tragbarkeit. Die kalkulatorische Tragbarkeits-rechnung und neue Regulierungen verbauen hingegen den Traum vom Wohneigentum.
- Das gehobene Segment im Eigenheimmarkt weist Bremsspuren auf, die Nachfrage geht stärker Richtung günstigere Lagen. Abstriche seitens der potenziellen Eigentümer (und mittlerweile auch Mieter) etlicher Form sind heute gang und gäbe, vor allem, aber nicht nur bei der Makrolage, wo der Hebel am grössten ist.
- Im Mietwohnungsmarkt führt der hohe Angebotszuwachs zu einer Entspannung, jedoch nicht da, wo Wohnungen am begehrtesten sind.
- Die Mietwohnungsproduktion hat sich mit dem hohen Zuwanderungsniveau der letzten Jahre hochgeschaukelt und überschießt nun den nach unten korrigierten und strukturell veränderten Migrationssaldo.
- In etlichen Gemeinden sind bei Mietwohnungen kritische Werte der Leerwohnungsziffer erreicht, was die Absorption erschwert und einen Verdrängungswettbewerb initiiert. Das Angebot reagiert aber bereits.
- Die Anfangsrenditen im Wohnungsmarkt markieren neue historische Tiefs.
- Aber auch bei Renditeliegenschaften gilt: nüchterne Rationalität und nicht etwa Gier dominiert den Markt.