

Immobilienmarkt – 16 Antworten auf 16 Fragen unserer Kundschaft

Auf den **Schweizer und internationalen Immobilienmärkten** zeigt sich ein insgesamt sehr ähnliches Bild: Fundamental sind die Immobilienmärkte trotz steigender Zinsen in sehr robuster Verfassung. Die Differenz zwischen den Renditen für Liegenschaften und den risikofreien Zinssätzen ist zwar zurückgegangen, befindet sich aber immer noch auf attraktiven Niveaus. Bei den **börsenkotierten Schweizer Immobilienfonds** hat sich das hohe Agio, das mit einem Durchschnitt von 42,5 % per Ende Dezember 2021 Zeichen einer überhitzten Nachfrage aufwies, deutlich zurückgebildet. Mit einem durchschnittlichen Aufpreis zum NAV von 25,3 % per Ende Mai 2022 hat sich das Agio deutlich normalisiert – einige Fonds werden sogar zu einem Discount gehandelt.



Fundamentale Entwicklung am Immobilienmarkt

1. Was passiert mit dem Verkehrswert von Liegenschaften bei steigenden Zinsen?

Der Marktwert von nicht selbstgenutzten Liegenschaften wird heute in der Regel mit der Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF) ermittelt. Der Wert wird dabei als Summe aller in Zukunft zu erwartenden, auf den Stichtag diskontierten Nettoerträge bestimmt. Die Diskontierung erfolgt je Liegenschaft marktgerecht und risikoadjustiert, das heisst unter Berücksichtigung ihrer individuellen Chancen und Risiken. Somit existiert kein direkter Zusammenhang zwischen der Zinsentwicklung und den Werten – vielmehr sind einige unterschiedliche und teilweise gegenläufige Einflussfaktoren zu beachten: Einerseits kann durch die Zinserhöhung der Diskontsatz ansteigen, was unter sonst gleichen Bedingungen zu sinkenden Verkehrswerten führt. Andererseits ist der Auslöser des Zinsanstiegs häufig die Inflation, die durch eine robuste Konjunktur angetrieben wird. Dies führt zu einer stärkeren Nachfrage nach Immobilien sowie durch Inflationsanpassungen oder Änderungen des Referenzzinssatzes zu steigenden Nettoerträgen. In welche Richtung sich die Marktwerte der Liegenschaften damit bewegen, ist also nicht von vornherein klar, sondern von der Stärke der Konjunktur, der Inflation und des Zinsanstiegs abhängig.

2. Was ist bezüglich des Verkehrswerts der Liegenschaften zu erwarten?

Seit Anfang 2022 ist ein merklicher Zinsanstieg bei mittleren bis längeren Laufzeiten zu beobachten. Dieser wurde insbesondere durch die sehr robuste Konjunktursituation in Kombination mit hohen Inflationsraten ausgelöst – geschürt durch den Ukraine-Konflikt und den Lockdown in China.

Derzeit ist unverändert eine robuste Nachfrage nach Renditeliegenschaften zu beobachten. Die Renditedifferenz zu langfristigen Zinssätzen wurde zwar reduziert, bewegt sich aber immer noch im langfristigen Durchschnitt. Entsprechend beobachten wir im Schweizer Markt stabile bis leicht steigende Marktwerte von Liegenschaften. Über die mittlere Frist ist insbesondere relevant, wie weit sich der Zinsanstieg noch fortsetzt und ob die konjunkturelle Entwicklung unverändert stark bleibt.

- 3. Welche Auswirkung haben steigende Zinsen auf den Loan-to-Value (LTV)¹ von Immobilienfonds?**
- Schweizer Immobilienfonds haben gesetzlich vorgeschrieben einen sehr geringen Verschuldungsgrad: Die Belastung aller Grundstücke darf im Durchschnitt ein Drittel des Verkehrswerts nicht übersteigen. Die meisten Fonds liegen im Vergleich tatsächlich sehr deutlich unter dieser Fremdkapitalquote von 33,3 %. Hinzu kommt, dass in der Regel eine Mischung aus kurzfristigen und langfristigen Hypotheken zum Einsatz kommt, sodass ein Zinsanstieg – wenn überhaupt – nur einen relativ geringen und stark verzögerten Einfluss auf die Immobilienfonds hat. Pensionskassen und Versicherungen setzen in der Regel ausschliesslich Eigenkapital für die Investition in Immobilien ein. In den vergangenen Jahren war aufgrund der sehr tiefen Zinsniveaus allerdings im Bereich der nicht institutionellen Anleger ein stärkerer Einsatz von Fremdkapital bei der Investition in Immobilien festzustellen.
- 4. Wie entstehen Hebelwirkungen auf den Immobilienmärkten und welche Bedeutung haben sie für Investoren?**
- Renditeimmobilien können mithilfe von Hypothekenkrediten finanziert werden. Solange die erwirtschaftete Nettorendite auf den Liegenschaften höher ausfällt als die zu zahlenden Hypothekenzinsen, erhöht ein stärkerer Fremdmiteinsatz die Eigenkapitalrendite (sogenannte Hebelwirkung). Das Risiko besteht darin, dass steigende Hypothekenzinsen und/oder fallende Nettorenditen den Hebeleffekt auch ins Gegenteil kehren können.
- 5. Werden sich Kreditausfälle häufen?**
- Im Moment ist dies nicht zu beobachten. Wie oben dargestellt, sind die Immobilienbewertungen häufig stabil bis leicht positiv, während sich die höheren Zinsen erst bei Ablauf einer langfristigen Hypothek auswirken. Die kurzfristigen Zinssätze befinden sich in der Schweiz unverändert im negativen Bereich. Erhöhte Risiken für Kreditausfälle machen wir lediglich dann aus, wenn sowohl die kurzen wie auch die langen Zinsen nochmals sehr deutlich ansteigen würden, die Konjunktursituation sich stark verschlechtern würde oder die Immobilienpreise deutlich sinken würden.
- 6. Kann eine Inflation bei allen Arten von Liegenschaftstypen auf die Mieter überwältigt werden?**
- Grundsätzlich kennt jeder Markt unterschiedliche Regeln bezüglich der Anpassung von Mietzinsen. In der Schweiz erfolgt die Anpassung der Mieten über zwei Mechanismen: Kommerzielle Immobilienanlagen wie Bürogebäude, Verkaufsflächen usw. weisen eine Indexierung an den Konsumentenpreisindex auf. Das heisst, steigt die Inflation, lässt sich diese vollumfänglich oder teilweise (je nach Mietvertrag) auf den Mieter überwälzen. Im Segment der Mietwohnungen ist dagegen im Allgemeinen der Referenzzinssatz für eine Veränderung des Mietpreises ausschlaggebend. Dieser Referenzzinssatz ist der hypothekarische Durchschnittzinssatz der Banken. Da der Durchschnitt sehr träge ist, dürfte der Referenzzinssatz vor 2025 wohl nicht steigen.
- 7. Hat das flexible Arbeiten zu höheren Leerständen bei Büroimmobilien geführt?**
- Das teilweise ortsunabhängige Arbeiten wird bestehen bleiben – andererseits behält aber auch das Büro für die Unternehmenskultur und als Ort des Austauschs einen hohen Stellenwert. Entsprechend verschiebt sich die Nachfrage noch verstärkt in Richtung flexibler, hochwertiger Bürogebäude an guter Lage. Abseits der Zentren kam es bereits 2021 zu grösseren Vermarktungsaufwänden und längeren Insertionsdauern.
- 8. Welchen Einfluss hat der Krieg in der Ukraine auf europäische Immobilienmärkte?**
- Der Ukraine-Krieg wirkt sich hauptsächlich über höhere Energiepreise auf die Immobilienmärkte aus. Die Teuerung im Energiebereich hat mitunter zu steigenden Zinsen beigetragen, deren Einfluss oben dargestellt wird. Zudem haben sich im Baubereich die Kosten wichtiger Vormaterialien – wie Stahl oder bestimmte Kunststoffe – erheblich verteuert.
- 9. Sind die höheren Rohstoffpreise in den aktuellen Bauprojekten berücksichtigt?**
- Dies unterscheidet sich nach Form des Vertrags: Es gibt Bauprojekte zum Pauschalpreis, bei anderen werden die effektiv anfallenden Baukosten abgerechnet.
- 10. Wer trägt die steigenden Kosten in Bezug auf die höheren Rohstoffpreise?**
- Bei pauschaler Abrechnung werden die Kosten durch die Baufirma / das Generalunternehmen getragen. Ansonsten trägt der Investor über höhere Erstellungskosten das Preisrisiko.
- 11. Erhöhen Immobilienentwickler (Baufirmen/Generalunternehmen) das systematische Risiko am Markt?**
- Schweizer Immobilienfonds und auch eine Vielzahl der internationalen Immobilienfonds, Immobilienaktien sowie REITs fokussieren sich auf Bestandsimmobilien. Der im Bau befindliche Anteil in diesen Portfolios ist in aller Regel klein und das Risiko entsprechend überschaubar. Für Investoren ist in erster Linie zentral, sich zu orientieren, ob Erträge mehrheitlich aus Mieteinnahmen oder aus dem Verkauf von Liegenschaften stammen.

¹ LTV beschreibt das Verhältnis des Kreditbetrags zum Verkehrswert einer Immobilie.

- 12. Warum sind die Agios von kotierten Immobilienfonds so stark gesunken?**
- Die Schweizer Immobilienfonds haben die Besonderheit, dass sie in der Regel über die Börse oder einen OTC-Markt gehandelt werden können. Sie unterscheiden sich damit von anderen Anlagefonds dadurch, dass ihre Anteile nicht zum Nettoinventarwert (NAV) gehandelt werden. Besteht eine hohe Nachfrage, werden die Anteile mit einer Prämie (Agio), bei geringer Nachfrage mit einem Discount (Disagio) zum NAV gehandelt. Lag das durchschnittliche Agio per Ende Dezember 2021 noch bei 42,5 %, so hat es sich bis Ende Mai 2022 auf 25,3 % zurückgebildet. Der Auslöser ist darin zu suchen, dass die Korrekturen an den Aktien- und Obligationenmärkten zu Portfolio-Rebalancings bei institutionellen Investoren geführt haben, was einen Abgabedruck auf die Fonds ausgelöst hat. Ein weiterer Grund für die Agio-Normalisierung sind die steigenden Zinsen, welche die relative Attraktivität von Immobilien gegenüber anderen Anlageklassen reduziert haben.
- 13. Hat das höhere Zinsniveau Auswirkungen auf die Fundamentaldaten?**
- Nein. Die Schweizer Immobilienfonds haben in den letzten Monaten durchweg sehr robuste fundamentale Daten präsentiert, was sich in höheren NAV-Bewertungen niederschlägt. Mittelfristig dürfte sich das neue Zinsniveau jedoch auf die Bewertungen auswirken.
- 14. Wieso sind Agios grosser Produkte wie CS REF Green Property und CS REF LivingPlus überdurchschnittlich gesunken?**
- Fonds wie CS REF Green Property oder CS REF LivingPlus hatten vor der Marktkorrektur sehr hohe Agios, die teilweise deutlich über 50 % lagen. Entsprechend hat die Korrektur diese Fonds überdurchschnittlich getroffen. Im gesamten kotierten Immobilienfondsmarkt wurden durchs Band mehr Verkäufer als Käufer verzeichnet. Der Hauptgrund liegt in den Reallokationen von grossen Investoren – wie zum Beispiel Pensionskassen, die ihre Immobilienbandbreiten reduzieren mussten, nachdem die Aktien- und Obligationenmärkte stark korrigiert hatten.

Was unternimmt die Credit Suisse?

- 15. In welche Immobiliensektoren und Regionen investieren wir momentan und warum?**
- In der **Schweiz** fokussieren wir uns auf Immobilien im Logistik- und Leichtindusbereich sowie auf die Erstellung von Mietwohnungen und gemischten Überbauungen mit einem hohen Nachhaltigkeitsstandard an Standorten mit starker fundamentaler Marktentwicklung. Im **internationalen Segment** liegt der Schwerpunkt des Multi-Manager-Produkts auf dem Bereich Wohnen in den USA, insbesondere auf Mehrfamilien- und Einfamilienhäusern zur Miete. Der Fokus liegt dabei auf der Sunbelt-Region, die sich durch starke Zuwanderung auszeichnet. Andererseits profitiert die Anlagelösung von einer hohen Allokation im Bereich der Logistik. Dieser Sektor erhielt seit der Corona-Pandemie Rückenwind dank starker Beschleunigung im Online-Handel. Darüber hinaus zog die Logistik Lehren aus den Lieferengpässen der vergangenen Quartale, was zu einer erhöhten Lagerhaltung der Firmen führte und damit den Bedarf nach Lagerflächen erhöhte.
- 16. Wie reagiert Global Real Estate auf die zurzeit höheren Energiekosten, insbesondere in Bezug auf ihre Nachhaltigkeitsstrategie?**
- Die aktuellen Entwicklungen haben Global Real Estate weiter darin bestärkt, die Faktoren Umwelt, Soziales und Governance (ESG) sowie die damit verbundenen Nachhaltigkeitsaspekte in die Anlageentscheide während des Lebenszyklus der Liegenschaften einzubinden. Dabei wird auf einen Ansatz mit drei Säulen abgestellt:
- Bei Neubauten wird auf Gebäudezertifizierungen (z.B. Minergie, SNBS², greenproperty³, DGNB⁴, LEED⁵, BREEAM⁶) gesetzt.
 - Die Gebäudeoptimierung zielt darauf ab, die Energieeffizienz von Bestandsimmobilien durch ausgewählte kurz- und langfristige Optimierungsmassnahmen zu verbessern.
 - Schliesslich nimmt Global Real Estate mit den meisten Anlagelösungen an einem ESG-Benchmarking teil.

² SNBS: Standard Nachhaltiges Bauen Schweiz SNBS Hochbau [Link](#)

³ greenproperty: Das erste umfassende Schweizer Gütesiegel für nachhaltige Immobilien von Credit Suisse Asset Management verfolgt einen ganzheitlichen ESG-Ansatz. [Link](#); ESG steht für Environmental, Social and Governance (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung). Weitere Informationen unter credit-suisse.com/am/esg

⁴ DGNB: Deutsche Gesellschaft für Nachhaltiges Bauen [Link](#)

⁵ LEED: Leadership in Energy and Environmental Design. Ein vom US Green Building Council entwickeltes Zertifizierungsverfahren.

⁶ BREEAM: Building Research Establishment Environmental Assessment Methodology



CREDIT SUISSE (Schweiz) AG

CH-8070 Zürich

credit-suisse.com

Die bereitgestellten Informationen dienen Werbezwecken. Sie stellen keine Anlageberatung dar, basieren nicht auf andere Weise auf einer Berücksichtigung der persönlichen Umstände des Empfängers und sind auch nicht das Ergebnis einer objektiven oder unabhängigen Finanzanalyse. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Abschluss einer Finanztransaktion dar. Diese Informationen wurden von der Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «CS») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen repräsentieren die Sicht der CS zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Sie stammen aus Quellen, die für zuverlässig erachtet werden. Die CS gibt keine Gewähr hinsichtlich des Inhalts und der Vollständigkeit der Informationen und lehnt, sofern rechtlich möglich, jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung der Informationen ergeben. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Die Informationen in diesem Dokument dienen der ausschliesslichen Nutzung durch den Empfänger. Weder die vorliegenden Informationen noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt, dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten von Amerika verteilt oder an US-Personen (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültiger Fassung) abgegeben werden. Ohne schriftliche Genehmigung der CS dürfen diese Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Zu den Hauptrisiken von Immobilienanlagen zählen die begrenzte Liquidität im Immobilienmarkt, Änderungen der Hypothekenzinssätze, die subjektive Bewertung von Immobilien, immanente Risiken im Zusammenhang mit dem Bau von Gebäuden sowie Umweltrisiken (z. B. Bodenkontaminierung). Anlagen in Rohstoffe sowie entsprechende Derivate und Indizes können besonderen Risiken und hoher Volatilität unterliegen. Die Wertentwicklung solcher Anlagen hängt von unvorhersehbaren Faktoren wie Naturkatastrophen, Klimaeinflüssen, Förderkapazitäten, politischen Unruhen, jahreszeitlich bedingten Fluktuationen sowie starken Roll-over-Einflüssen, insbesondere bei Futures und Indizes, ab. CS Real Estate Fund LivingPlus und der CS Real Estate Fund Green Property: Diese Fonds sind in der Schweiz domiziliert und registriert. Fondsleitung ist die Credit Suisse Funds AG, Zürich. Depotbank ist die Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich. Sämtliche Angebotsunterlagen, das heisst der Prospekt oder Platzierungsprospekt, das Key Investor Information Document (KIID), das Basisinformationsblatt für Schweizer Produkte, die Fondsregelung sowie die Jahres- und Halbjahresberichte («die vollständigen Angebotsunterlagen») können gebührenfrei bei dem Vertreter und bei jeder Geschäftsstelle der CS in der Schweiz bezogen werden. Produkte, die Fondsregelung sowie die Jahres- und Halbjahresberichte («die vollständigen Angebotsunterlagen») können gebührenfrei bei dem Vertreter und bei jeder Geschäftsstelle der CS in der Schweiz bezogen werden.

Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.