

Fünf Hypothesen zu Schweizer Immobilien und steigender Inflation

Von Andreas Hitz, Dr. Roger Stettler, 06.05.2022

Bei Immobilieninvestoren besteht aktuell eine hohe Unsicherheit zu den Auswirkungen der auch in der Schweiz stark steigenden Inflation und den gestiegenen langfristigen Zinsen auf Immobilieninvestitionen. Aktuell sind im Kern zwei Elemente beobachtbar:

a. Steigende langfristige Zinsen

Seit Anfang Jahr sind die langfristigen Zinsen in der Schweiz deutlich gestiegen. So lag der 10-Jahres-SWAP per 3. Januar 2022 bei 0,13%. Per 2. Mai 2022 lag der entsprechende Wert bei ca. 1,30%. Dieser Anstieg ist in Bezug auf Geschwindigkeit und Ausmass in der jüngeren Geschichte beispiellos. International sind in den wichtigsten Währungen (EUR, USD und GBP) vergleichbare Bewegungen der langfristigen Zinsen beobachtbar.

Jedoch veränderten sich die kurzfristigen Zinsen im gleichen Zeitraum kaum. In den USA wurde die kurzfristige Fed Fund Rate am 16. März 2022 die erste Zinserhöhung seit Dezember 2018 vorgenommen (auf 0,25-0,50%). Wann und wie stark die kurzfristigen Zinsen im Euro- und CHF-

Raum steigen, ist aktuell nicht prognostizierbar, wenngleich hier viele Investoren einen ersten Zinsschritt Mitte bis Ende 2022 bzw. für die Schweiz im Jahr 2023 erwarten. Es bleibt aber anzufügen, dass historisch die Genauigkeit von Zinsprognosen sehr gering ist.



Andreas Hitz, Mortgage und Real Estate Consultant.
CREA - Certified Real Estate Investment Analyst

Stand Ende April 2022 ist die Schweizer Zinskurve damit sehr steil und die Differenz zwischen dem 3-Monats-SARON und dem 10-Jahres-SWAP erreicht ca. 200 Basispunkte.

Abbildung 1: Inflationsrate September (annualisiert)

	Sept 2020	Sept 2021	März 2022
USA	1,4%	5,4%	8,4%
Grossbritannien	0,5%	3,1%	7,0%
Europäische Union	-0,3%	3,4%	7,8%
Schweiz	-0,8%	1,0%	2,4%

b. Weiter steigende Inflation in allen wesentlichen Wirtschaftsräumen

Bereits vor dem Konflikt in der Ukraine litten sowohl die USA als auch Europa an einer hohen Inflationsrate. Die durch den Krieg ausgelösten Angebotsschocks (Lieferketten mit geringerer Effizienz, steigende Energiepreise, steigende Preise von Rohstoffen usw.) werden zu einer weiteren Erhöhung der Inflation führen und gleichzeitig das Potenzialwachstum senken. Im Falle der Schweiz war die Inflation bisher geringer als im Euro-Raum, was auf eine Mischung aus Messproblemen und einer teilweisen Kompensation der gestiegenen Importpreise durch den erstarkenden Schweizer Franken zurückzuführen sein dürfte.

Aus den niedrigen kurzfristigen Zinsen in Zusammenhang mit der hohen Inflation ergibt sich eine negative Realverzinsung von risikoarmen Fixed-Income-Produkten in beträchtlicher Höhe. Selbst am langen Ende der – aktuell sehr steilen – Zinskurve (10 Jahre) liegt die aktuelle Realverzinsung in CHF bei -0.9%.¹

Welcher Handlungsbedarf ergibt sich daraus für Immobilien-Investoren? Für eine Betrachtung der Zinssensitivität von Mieteinnahmen verweisen wir auf unsere entsprechende Publikation.² Die Diskussion der möglichen Auswirkungen von steigenden Zinsen auf den Wert von Immobilien soll hier auch nicht im Vordergrund stehen. Die historischen Ergebnisse sind hierzu sehr heterogen

und es bestehen Hinweise, dass die Entwicklung der Realwirtschaft deutlich bedeutsamer ist als die Zinsentwicklung.³

Wir wollen fünf Hypothesen beschreiben, welche in konkreten Handlungen münden können.

- 1) Hohe Bauteuerung wirkt preistreibend auf Immobilienbestand
- 2) Kurzfristige Finanzierungen sind äusserst attraktiv, Strukturbeitrag ist wichtiger Ertragstreiber in Portfolio
- 3) Vorzeitige Auflösung von Festhypotheken in Kombination mit Erhöhung der Belehnung werden sehr attraktiv
- 4) Klauseln in Mietverträgen werden bedeutender und können den Liegenschaftserfolg direkt beeinflussen
- 5) Umfeld höherer Zinsen und hoher Inflation kann preistreibend sein, sofern Volatilität der Lage sich beruhigt

1. Bauteuerung ist preistreibend und höher als die Inflation

Bestehende Objekte konkurrieren im Miet- und Eigentumsmarkt mit Neubauten. Insbesondere bei einer zunehmenden Nachfrage nach Fläche (Migration, steigender Wohnraumbedarf pro Person) sollte der Preis massgeblich durch die Kosten von Neubauten beeinflusst werden.

Bereits im Jahre 2021 hat in der Schweiz eine erhebliche Bauteuerung eingesetzt.

Staaten und Irland ein eigentlicher Einbruch der Immobilienpreis beobachten, während z.B. in Schweden, Norwegen, Schweiz oder Deutschland bei einer ähnlichen Zinsentwicklung die Preise anstiegen.

¹ Berechnet mit einer Inflationsrate von 2,4% (LIK März 2022) und 1,3 % SWAP 10 Jahre.

² Siehe Immobilien, Immobilienerträge und Inflation, 07.12.2021

³ So liess sich im Nachgang zur Finanzmarktkrise 2008 bei sinkenden Zinsen in südeuropäischen

So lag im Hochbau die Bauteuerung im Zeitraum Oktober 2020 bis Oktober 2021 bei 4,6% und damit um über 3 Prozentpunkte über der damals ausgewiesenen Inflationsrate in der Schweizer Volkswirtschaft.⁴ Der aktuelle Stimmungsbericht im Markt, der von Lieferengpässen und Steigerungen der Faktorkosten geprägt ist, lässt vermuten, dass die Bauteuerung zwischenzeitlich weiter angestiegen ist. Ebenfalls wirken in diversen Kantonen zusätzliche energetische Regulierungen preistreibend.

Diese Teuerung schlägt – unter Annahme konstanter Landkosten – direkt durch auf den Preis von Neubauten. Indirekt wird dadurch auch der Preis von bestehenden Objekten – als Substitutionsprodukte – angehoben.

Eine hohe Bauteuerung steigert somit den (nominalen) Wert der bestehenden Substanz. Davon dürften im besonderen Neubauten und sanierte Objekte profitieren. Der Effekt verringert sich bei älteren Objekten, da hier die zukünftigen Investitionen nominal noch getätigt werden müssen. Für den Immobilieninvestor ist somit die Bauteuerung bedeutsamer als die „normale“ Inflationsrate. Und die Bauteuerung ist aktuell deutlich höher als die ausgewiesene Inflationsrate.

2. Spekulation auf Strukturbeitrag attraktiv

Durch die grosse Steilheit der Zinskurve werden kurzfristige Finanzierungen für risikobereite und risikofähige Investoren

deutlich attraktiver. Noch nie in den letzten fünf Jahren waren dies(e) Strategie(n) derartig attraktiv. Eine langfristige Refinanzierung ist aktuell nur lohnenswert, wenn ein starker Anstieg der Zinskurve erwartet wird. Wir beobachten heute eine Zweiteilung des Marktes: Professionelle Investoren mit grosser Erfahrung setzen vor allem auf kurzfristige Finanzierungen. Hingegen schliessen weniger erfahrene, kleinere Investoren eher langfristige (-10 Jahre oder länger laufende) Finanzierungen ab. Finanzierungen mittlerer Laufzeit (3-8 Jahre) finden aktuell bei grösseren Objekten praktisch keine Nachfrage.

«Aktuell sind kurzfristige Finanzierungen aus einer Risiko-Rendite-Überlegung sehr attraktiv.»

Aus unserer Sicht sind aktuell kurzfristige Finanzierungen aus einer Risiko-Rendite-Überlegung sehr attraktiv, sofern eine gewisse Risikofähigkeit gegeben ist. Allenfalls kann auch ein Teil des Strukturbeitrags zur moderaten Erhöhung der Liquidität verwendet werden. Dadurch besteht eine Reserve bei einem starken Anstieg des SARON-Satzes.

3. Refinanzierungen werden attraktiver

In einem Umfeld von Negativzinsen waren die Vorfälligkeitsentschädigungen für die

⁴ BFS, Baupreisindex

vorzeitige Auflösung eines Hypothekendarlehens prohibitiv hoch. Durch die gestiegene Zinskurve ist aktuell ein Ausstieg aus langlaufenden Festhypotheken zu deutlich moderateren Preisen möglich. Kunden könnten heute bei einer Auflösung einer Festhypothek sogar eine Abschlagszahlung des finanzierenden Instituts erhalten. Gleichzeitig ist die Inflationsrate heute deutlich höher als der Hypothekarzins. Es kann somit lohnend sein, eine Hypothek zu erhöhen und die gewonnenen Mittel in weitere – wenig inflationssensitive – Anlagen zu investieren. Aktuell beobachten wir eine steigende Nachfrage nach vorzeitiger Auflösung von Hypotheken bei gleichzeitiger Erhöhung der Belehnung.

4. Details in Mietverträgen werden bedeutsamer

Durch das langanhaltende Umfeld niedriger Inflation haben weder Vermieter noch Mieter in den letzten Jahren Bedingungen in Mietverträgen grosse Beachtung geschenkt. Zu diesen gehören insbesondere bei Gewerbe- und Retailobjekten die definierten Bedingungen für Mietanpassungen (z.B. Anteil überwälzbare Erhöhung des LIKs⁵). Aber auch z.B. die eingesetzten Standards (effektiv und/oder pauschal) für Nebenkosten bei Wohnraum. Ein Teil der Vermieter hat bereits damit begonnen, Nebenkostenkontos zu erhöhen, um Schwierigkeiten bei zu hohen Nebenkosten-Nachzahlungen aufgrund der gestiegenen Energiekosten zu vermeiden.

Insbesondere im tieferen Preissegment machen die Nebenkosten einen erheblichen Anteil am Bruttomietpreis aus. Wir erwarten darum in den nächsten Monaten und Jahren vermehrte Konflikte um Nebenkosten.

5. Unsicherheit und Schwankung des Zinssatzes ist Hauptproblem, nicht Zinshöhe

Die heute stark schwankenden Zinssätze und die steigende Inflationsrate könnte Unsicherheiten sowohl bei Käufern und Verkäufern von Liegenschaften als auch bei Kreditgebern und Kreditnehmern auslösen.

Tägliche Schwankungen des SWAP-Satzes von teilweise über 15 Basispunkten erschwert die Kalkulation, die Schwankung des Realzinses die adäquate Bewertung. Ebenso haben sich vor allem natürliche Personen in der Schweiz noch nicht an ein Umfeld mit höherer Inflationsrate gewöhnt. Es gibt aktuell Indizien, dass daher die Liquidität des Schweizer Marktes abnimmt. Dies im Unterschied zu den USA, welche sowohl im Zins- als auch Inflationszyklus weiter fortgeschritten sind und der Immobilienmarkt weiter hoch liquid ist – und die Immobilienpreise in den letzten 12 Monaten in einem Umfeld steigender Zinsen um 19,2% gestiegen sind.⁶

Eine Abnahme der Zinsänderung (Volatilität) und eine Verfestigung der Inflationserwartung könnte der Treiber einer erneuten starken Aufwärtsbewegung am Immobilienmarkt sein.

⁵ Landesindex der Konsumentenpreise, wird monatlich vom Bundesamt für Statistik publiziert

⁶ S&P CoreLogic Case-Shiller U.S. National Home Price NSA Index, Vergleich März 2022 mit März 2021.

Fazit und Ausblick

In der Schweiz ist es über 25 Jahre her, seit einem vergleichbaren Umfeld mit hohen Inflationsraten. Es besteht damit unter den aktuellen Marktteilnehmern nur ein geringes Know-How und wenig Erfahrung mit dem Umgang mit Inflation. Gleichzeitig bieten sich zahlreiche Chancen in einem solchen Umfeld, insbesondere wenn sich die heutige Situation der negativen Realverzinsung verfestigt. Solange die Nachfrage nach Wohn- und Gewerberaum weiter stark bleibt und die Bauteuerung auf dem aktuellen hohen Niveau verbleibt, bieten sich für Immobilieneigentümer mehr Chancen als Risiken und die Chance auf weitere erhebliche nominale Preissteigerungen ist intakt.

Hyrock ist ein unabhängiger Hypothekarexperte für anspruchsvolle private und institutionelle Kunden in der Schweiz an den Standorten Zürich, Schindellegi und Genf. 2021 hat Hyrock für seine Kunden insgesamt über CHF 1'047 Millionen Finanzierungslösungen realisiert mit einem durchschnittlichen Volumen von CHF 7,37 Millionen pro Transaktion. Davon waren rund CHF 288 Millionen Mezzanine und Bridge Loans. www.hyrock.ch

