

## Schweizer Immobilienbewertungen im veränderten Makro-Umfeld

Von Zoltan Szelyes, CFA, CAIA

- Das veränderte makroökonomische Umfeld ist noch unzureichend in den Verkehrswertschätzungen von Schweizer Immobilien reflektiert. Wir gehen für H2 2023 und 2024 mit zunehmenden Abwärtsdruck auf die Bewertungen aus.
- Die langfristigen Realzinsen in CHF stiegen zwischen Ende 2021 und Mitte 2023 um 100 Basispunkte an. Sie befinden sich wieder im positiven Bereich. Die Diskontierungssätze indirekter Immobilienanlageprodukte haben mittelfristig ca. 50%-66% der Senkungen der Realzinsen mitgemacht.
- Der Wind hat gedreht in H1 2023. Die publizierten realen Diskontierungssätze bei Schweizer Immobilienaktien und -fonds stiegen um 5-10 Basispunkte gegenüber Jahresende an. Basierend auf historischen Durchschnittswerten erachten wir sie aktuell um mindestens 50 Basispunkte zu tief.
- Ein Anstieg der realen Cashflows kann einen Teil des negativen Effekts höherer Diskontierungssätze auf die Bewertungen kompensieren. Jährlich höhere reale Nettocashflows von 1% können z.B. den Effekt einer 25 Bps Erhöhung des Diskontierungssatzes vollständig kompensieren. Ob jedoch mit realen Cashflow-Steigerungen zu rechnen ist, hängt von Sektor, Lage, Objektqualität und Kostenstruktur ab.
- Macro Real Estate kann Investoren und Investment Manager helfen, das Portfolio hinsichtlich des veränderten makroökonomischen Umfelds unter die Lupe zu nehmen und die notwendigen Entscheide in einem schwieriger werdenden Umfeld abzuleiten

**Das neue Umfeld strukturell höherer Zinsen und Inflation ist gemäss unserer Einschätzung noch unzureichend in den Verkehrswerten von Schweizer Renditeliegenschaften abgebildet. Gründe sind vorwiegend illiquide Transaktionsmärkte und eine konservative Psychologie von Bewertern, die vergangene Beobachtungen für die Bestimmung heutiger Werte stark verankert haben.**

Veränderungen im makroökonomischen Umfeld oder in der Kapitalmarktsituation werden in der Regel in Schweizer Immobilienbewertungen erst mit einer Verzögerung abgebildet. Das war bereits bei Aufwertungen in der Vergangenheit der Fall. Immobilienwerte reagierten erst sukzessive auf das anhaltende Negativzinsumfeld. Dies war nicht nur auf langsame Wertanpassungen der Bewerter zurückzuführen, sondern auch auf die Bereitschaft im Transaktionsmarkt höhere Preise zu bezahlen.

Die aktuelle Anpassung auf dem Transaktionsmarkt hat jedoch einen anderen Charakter als der graduelle Aufwertungstrend in der Negativzinsphase.

Über die letzten zwölf Monate haben Transaktionswerte eine abrupte Wende erfahren. Wir schätzen, dass Transaktionswerte von Renditeliegenschaften in der Schweiz im Durchschnitt >10% seit ihrem Höhepunkt nachgegeben haben. Basierend auf dem Anstieg der Spitzenrenditen aus Transaktionen, die verschiedene Broker für Q2 2023 publizierten, dürfte sich dieser Negativtrend weiter fortsetzen.

Die neue Realität scheint nun langsam auch bei den externen Bewertungen der Liegenschaften angekommen zu sein. Gegenüber Jahresende 2022 waren in den publizierten Schweizer Immobilienbewertungen der indirekten Anlagevehikeln (Aktien und Fonds) erste Abwertungen auf Portfoliosicht zwischen 0.5%-1.0% zu erkennen.

### Bewertungen vs. Marktwerte

Immobilienbewertungen in der Schweiz sind das Resultat von diskontierten Cashflow Modellen. Es bestehen zwar Unterschiede zwischen den Bewertern in der Implementierung, im Prinzip sind jedoch alle ähnlich aufgebaut: Erwartete laufende Cashflows (meist über 10 Jahre) und Verkaufswert nach der Halteperiode werden mit einem Diskontierungssatz abgezinst<sup>1</sup>. Dem Diskontierungssatz fällt damit eine zentrale Rolle zu.

Hinsichtlich der deutlichen Korrekturen in den Transaktionsmärkten stellt sich die Frage, inwiefern

auch die Verkehrswertschätzungen der zugrundliegenden Portfolios ein Korrekturpotential ausweisen. Da die Bewertungen von Liegenschaften im Bestand nie die starken Aufwertungen der Transaktionspreise mitgemacht haben, und beim Peak im Durchschnitt ca. 10%-20% im Verhältnis zu Transaktionspreisen unterbewertet<sup>2</sup> waren, wirken sich Transaktionspreisänderungen nicht linear auf die Verkehrswertschätzungen aus.

Unserer Meinung nach ist daher im aktuellen Umfeld folgende analytische Fragestellung essenziell. Welche Änderungen der Diskontierungssätze und des Cashflows sind durch Änderungen der Zinsen und Mietmärkten vorzunehmen? Eine Plausibilisierung der Annahmen durch Marktdaten ist dabei wichtig.

### Reale und nominale Modellierungen

Als Ausgangspunkt sei zu erwähnen, dass der Grossteil der Schweizer Bewertungen auf realen Cashflows und Diskontierungssätzen basiert. Wenn sich reale Cashflows und Realzinsen nicht ändern, blieben die Werte bei einer höheren Inflation konstant.

Dies ist aber in der Realität nie der Fall. Die Inflation führt nicht zu nominalen, sondern auch immer zu realen Veränderungen.

### Realzinsen richtig verstehen

Die den Immobilienbewertungsmodellen zugrundeliegenden reale Diskontierungssätze dürfen dabei nicht mit Nominalzinsen, sondern müssen mit den Realzinsen verglichen werden.

Der Realzins wird oft nicht richtig verstanden und berechnet. Er stellt nicht die Differenz zwischen einem Zins und der aktuellen Inflationsrate dar.

Er ist eine nicht direkt beobachtbare Grösse und ist die Differenz zwischen dem Nominalzins und der erwarteten Inflation.

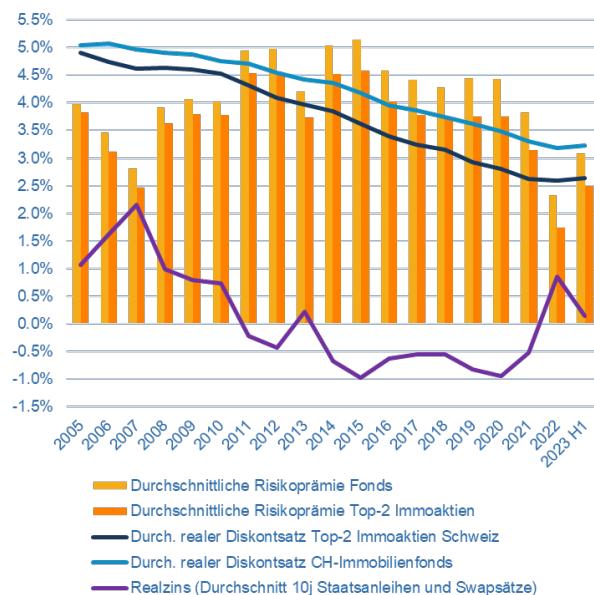
Um die Konsistenz zu den Diskontierungssätzen zu wahren, haben wir für die Inflationserwartungen jeweils die Annahmen der Bewerter genommen. Bei den Nominalzinsen haben wir einen Durchschnitt zwischen dem 10jährigen Swapsatz und der Rendite auf 10j Staatsanleihen genommen.

Abbildung 1 illustriert die Entwicklung der durchschnittlichen realen Diskontierungssätze für die Schweizer Top-2 Immobilienaktiengesellschaften und für kotierte Immobilienfonds verglichen mit unserer Schätzung der Realzinsen.

<sup>1</sup> Alternativ können auch Annuitäten modelliert werden

<sup>2</sup> Die geschätzten Kollegen von MSCI und INREM haben diese Thematik in der Vergangenheit bereits aufgegriffen

**Abbildung 1: Realzinsen und Diskontierungssätze**



Quellen: SPS, PSP, Alphaprop, WP, Credit Suisse, Macro Real Estate

### Realzinsen und Diskontierungssätze langfristig im Gleichlauf

In den drei Jahren vor der Finanzkrise haben wir positive Realzinsniveaus zwischen 1.0%-2.0% beobachtet (Inflationserwartung damals 1% p.a.).

Sukzessive sanken die Realzinsen ab. Zwischen 2013 und 2022 waren sie durchgehend negativ. Der Realzinsrückgang betrug zwischen 2007 und 2011 rund 3%. (Inflationserwartungen ab 2016 bei 0.5%)

Die rückläufigen Realzinsen haben zu einem Abwärtsdruck der Diskontierungssätze geführt. Der durchschnittliche reale Diskontierungssatz fiel im gleichen Zeitraum für Schweizer Immobilienfonds und die Top-2 AGs um 165 bps und um 200 bps.

2022 kam die Trendwende. Der Realzins stieg bis auf 1% wieder an.

Uns erschließt sich die ökonomische Logik nicht, weshalb im Jahr 2022 trotz gegenteiliger Evidenz einer starken Abschwächung des Transaktionsmarktes und einem Anstieg der Realzinsen um 125 Basispunkte die Diskontierungssätze weiterhin deutlich gesenkt wurden.

In der Zwischenzeit sind die Realzinsen wieder etwas gesunken und stehen aktuell im leicht positiven Bereich. Dies ist die Folge einer weiteren Erhöhung der Inflationserwartungen (in den Modellen) von 1.0% auf 1.25% sowie eines Rückgangs der langfristigen Renditen der Staatsanleihen auf 1.0%.

Gegenüber 2021 bedeutet dies aber immer noch einen Anstieg der Realzinsen um ca. 1.0%.

Nun haben auch die Diskontierungssätze begonnen zu reagieren. In den publizierten Berichten der Immobilienfonds und Aktiengesellschaften haben wir einen Anstieg der durchschnittlichen realen Diskontierungssätze um 5-10 Basispunkte gesehen. Die Diskontierungssätze sind aber fast durchgehend immer noch tiefer als 2021, als wir uns noch deutlich im Negativzinsumfeld befanden.

### Was ist die richtige Höhe der Risikoprämie?

Die Gretchenfrage, die sich uns stellt, ist die folgende: Was ist aktuell der richtige Aufschlag für die durchschnittlichen Diskontierungssätze gegenüber dem Realzins?

Historisch gesehen war die Risikoprämie vor 2022 bei Schweizer Immobilienfonds bei 4.3% und bei den Immobilien-AGs bei 3.8%. Diese ist jedoch durch die lange Phase der Negativzinsen nach oben verzerrt.

**Abbildung 2: Risikoprämien für Diskontierungssätze**

		Schweizer Immobilienfonds	Schweizer Top2-Immobilien AG
Risikoprämie realer Diskontierungssätze	2005-2021	4.3%	3.8%
Historische Phase negativer Realzinsen		4.6%	4.0%
Historische Phase positiver Realzinsen		3.7%	3.4%
Mitte 2023		3.1%	2.5%
Aktuelles Delta zur Phase positiver Realzinsen in bps		-63	-94

Quelle: Macro Real Estate

Betrachten wir die Phase vor der Einführung der Negativzinsen kommen wir zu einer substanzial tieferen Risikoprämie. Aber auch gegenüber dem Durchschnitt aus historischen positiven Realzinsen sind aktuelle Diskontierungssätze um 60-90 Basispunkte zu tief.

Da Immobilien nun eine viel gängigere Anlageklasse sind, kann man argumentieren, dass die Risikoprämie etwas tiefer sein müsste. Für Macro Real Estate ist es einerseits somit ziemlich klar, dass in den nächsten Halbjahres- und Jahresberichten die Diskontierungssätze weiter steigen müssen, da dieses Delta zu gross ist.

Aktuell kann ökonomisch die Aussage gut vertreten, dass die realen Diskontierungssätze im Durchschnitt ca. 50 Basispunkte zu tief sind.

Andererseits wollen wir zur Vorsicht raten und würden den Lesern folgende Punkte mitgeben:

- Kein Big Bang zu erwarten, sondern eher graduelle Anpassung. Man muss berücksichtigen, dass der Rückgang der Diskontierungssätze über 15 Jahre sich ereignete.
- Modellunsicherheit: Die Inflationsannahmen und die Zinsniveaus spielen auch eine wichtige Rolle.
- Weitere Erhöhung der Inflationsannahme von 25bps auf 1.5% würde bereits 25bps des Deltas wettmachen.
- Unsicherheit zum nominalen Zinspfad. Zwar haben sich die neuen Zinsniveaus bereits über einige Quartale etabliert und wir sind sogar der Meinung, dass die langfristigen Renditen auf 10j Schweizer Staatsanleihen aktuell bereits zu stark zurückgekommen sind. Dennoch gibt es da unterschiedliche Einschätzungen dazu.
- Nominale Diskontierungssätze sind bereits aufgrund geänderten Inflationsannahmen um 75bps angestiegen.
- Die Entwicklung der Preisfindung auf dem Transaktionsmarkt wird ein wesentlicher Treiber der Richtung der Bewertungen sein, dh Schlüssel wird der Transaktionsmarkt sein.

#### Was ist der Impact höherer Diskontierungssätze beim DCF

Wir haben hier mit Durchschnitten argumentiert. Tatsächlich gibt es grosse Unterschiede zwischen den Produkten, da sich die Risikoprämien sektor- und objektbezogen unterscheiden. Rein aus mathematischer Sicht möchten wir jedoch darlegen, dass bei denjenigen Immobilien, die tiefere Diskontierungssätze aufweisen, ein Anstieg der Diskontierungssätze einen grösseren negativen Effekt bewirkt. (rein mathematische Argumentation)

Abbildung 3 zeigt, dass z.B. ein Anstieg der Diskontierungsrate um 10bps einen doppelt so hohen negativen Effekt auf die Werte bei einem Diskontierungssatz von 2% als bei 4% hat.

**Abbildung 3: Effekt steigender Diskontierungssätze auf Bewertungen**

		Anstieg des realen Diskontierungssatzes um Bps					
		10	25	50	75	100	
Realer Diskontatz	2.0%	-4.8%	-12%	-20%	-27%	-33%	
	2.5%	-3.8%	-10%	-17%	-23%	-28%	
	3.0%	-3.2%	-8%	-14%	-20%	-25%	
	3.5%	-2.8%	-7%	-13%	-18%	-22%	
	4.0%	-2.4%	-6%	-11%	-16%	-20%	

Quelle: Macro Real Estate

#### Reales Wachstum der Cashflows

Die Diskussion um die Diskontierungssätze ist unvollständig ohne die Betrachtung der Effekte auf die realen Cashflows. Und hier gibt es gute News.

**Abbildung 4: Einfluss der Erhöhung der Diskontierungssätze und Cashflow Veränderungen auf Immobilienwert**

		Reale Veränderung der Nettocashflows pro Jahr					
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	2.0%
Δ Diskontatz in bps	0	-7.5%	-3.8%	0.0%	4.0%	8.1%	16.8%
	10	-10.4%	-6.9%	-3.2%	0.6%	4.5%	13.0%
	25	-14.5%	-11.2%	-7.6%	-4.0%	-0.3%	7.6%
	50	-20.6%	-17.5%	-14.3%	-11.0%	-7.5%	-0.2%

Quelle: Macro Real Estate. Berechnungen für Immobilie mit Diskontierungssatz von 3%

Abb. 4 illustriert die Effekte ausgehend von einer Immobilie mit einem Diskontierungssatz von 3%. Wir haben im DCF die Effekte von steigender Diskontierungssätze und veränderten Cashflow Wachstumsannahmen dargestellt.

Gemäss unseren Berechnungen führte eine reale Steigerung der Cashflows von z.B. 1% jährlich im Modell zu einem positiven Effekt von 8% auf den Immobilienwert. Einerseits kann ein solche Steigerung (die im Modell nicht einmal aber jährlich kommen muss) daher eine Erhöhung der realen Diskontierungssätze um 25 bps vollständig auffangen.

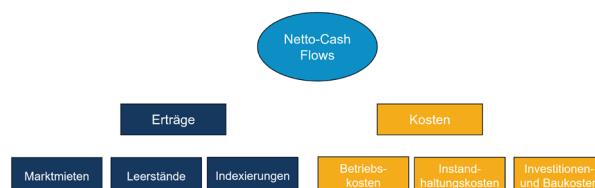
Andererseits zeigen wir auch auf, dass für Assets, die in ihren nominalen Cash Flows nicht mit der Inflation

mithalten können, sich die negativen Effekte multiplizieren.

Zu beachten ist, dass es reale Steigerungen geben muss, um einen positiven Effekt zu bekommen. (Da die Inflationsannahmen in den letzten 12 Monate um 0.75% p.a. erhöht wurden, bedarf es nominal eine Steigerung um diesen Wert p.a. um reale Cashflows konstant zu halten).

Ob nun netto mit höheren realen Cashflows gerechnet werden kann, hängt vom Nettoeffekt zwischen Ertrags- und Kostensteigerungen ab. Wir haben die verschiedenen Komponenten in Abb. 5. illustriativ dargestellt.

**Abbildung 5: Komponenten der realen Cashflows**



Quelle: Macro Real Estate

### Ertragskomponenten im Aufwind

Auf der Ertragsseite ergeben sich die Änderungen aus dem Zusammenspiel der drei Komponenten (Marktmieten, Leerstände und Indexierungen). Steigen die Marktmieten an, führt dies zu höheren Erträgen bei Neu-/Wiedervermietungen. Ebenso bringen tiefere Leerstände positive Effekte mit sich. Beide Faktoren haben sich in den letzten 12 Monaten insbesondere für Wohnimmobilien positiv entwickelt. Zwar sind die obengenannten nicht direkte Effekte des Anstiegs der Inflation. Sie sind jedoch die Folge der Verknappung des Wohnraums. Sie sind dennoch zu berücksichtigen, da sie reale Marktveränderungen bedeuten.

Die Indexierung ist direkt die Folge höherer Inflation und Zinsen. Das höhere Niveau der Hypothekarzinsen führt zu höheren Referenzzinssätzen. Bestandesmieten bei Wohnimmobilien dürfen daher ansteigen. Wir gehen davon aus, dass der Referenzzinssatz bis Ende 2024 mindestens bis auf 2.0% ansteigen dürfte. Beim Tiefpunkt betrug sie 1.25%. Dies bedeutet bereits ein Potential von nominal mindestens 12%. Die Frage ist, ob Mietpreissteigerungen überall ausgeschöpft werden können aufgrund der Budgetrestriktionen gewisser Haushalte.

Bei kommerziellen Immobilienmietverträgen kennen wir in der Regel eine Inflationsindexierung. Per se

ist dieser Effekt real neutral bei einer jährlichen 100% Indexierung. Eine Teilindexierung und schrittweise Anpassung an den LIK bedeuten rückläufige reale Cashflow.

Wir sind der Meinung, dass bei kommerziellen Mieten die Mietpotentiale entscheidend sind. Steigen die Marktmieten, höher als die Inflation an, so können wir mit realen Ertragssteigerungen rechnen. Dies ist leider nur bei Immobilien Top-Qualität gegeben. Bei vielen sekundären kommerziellen Immobilien sind tiefere reale Erträge anzunehmen.

### Kostensteigerungen sind zu differenzieren

Die wichtigen Kostenkomponenten der Immobilienbewertungen sind Betriebskosten, Instandhaltungskosten oder Investitionskosten (Instandsetzungskosten). Sie alle unterliegen aktuell unterschiedlichen Einflüssen der Inflation.

Steigen z.B. die Löhne stärker als die Inflation, kann zu realen Kostensteigerungen kommen bei den Bewirtschaftungskosten. Gleiches gilt, auch wenn man annimmt, dass in den nächsten Jahren die Energiekosten real ansteigen sollten. Dies kann zu realen Kostensteigerungen der Betriebskosten führen. Zu beachten ist, dass diese zwei Kostenkomponenten in der Regel nur 5%-20% der Erträge darstellen und Ertragssteigerung daher Kostensteigerungen überwiegen können. Das ist im Einzelfall nicht immer der Fall.

Baukosten sind bereits in den letzten zwei Jahren kumuliert um 15% angestiegen. Dies ist deutlich höher als die durchschnittliche Inflation. In diesem Sinne müssten die Kostenannahmen für die Instandsetzungskosten/Erneuerungsinvestition deutlich ansteigen.

Dies bedeutet, dass ältere renovationsbedürftige Gebäude wohl eher durch die Inflation negativ betroffen sein werden. Strukturelle Faktoren wie der Trend zu Nachhaltigkeit, führt zusätzlich zu weiteren realen Steigerungen der Kosten bei solchen Objekten.

### Fazit

Ob ein Teil der notwendigen Erhöhung der Diskontierungssätze über höhere reale Cashflows aufgefangen werden können, hängt sehr von Sektor, Lage und Objektqualität ab und kann nur durch eine detaillierte Analyse des Portfolios eruiert werden.

Investoren und Investment Manager fragen sich vielleicht, wieso sie sich analytisch so stark mit dem Portfolio auseinandersetzen müssen, da sowieso externe Bewertungsspezialisten die Bewertungen vornehmen.

Wir sind der Meinung, dass insbesondere interne Bewertungsmodelle notwendig sind, um die

richtigen Schlussfolgerungen zu treffen. Teilweise werden Bewerter, die oft auch mit generalisierten Annahmen arbeiten, die Faktoren nicht immer richtig abbilden. In diesem Sinne kann eine Schärfe der internen Bewertungen im aktuellen Umfeld einen Wettbewerbsvorteil bringen.

Auch indirekte Investoren werden sich zwangsläufig mit dem Bewertungsthema auseinandersetzen müssen. Für die verschiedenen Produkte können durch makro-top down Ansichten «angepasste» Bewertungen berechnet und mit den aktuellen Preisen und Agios verglichen werden.

Zwar ist das aktuelle Umfeld für viele schwieriger geworden, da wir über die zwei vergangenen Jahrzehnte praktisch nur Aufwertungen erlebt haben. Mutigen Investoren werden jedoch in Zukunft enorm spannende Opportunitäten bieten.

Macro Real Estate ist bekannt für den starken analytischen Ansatz, die makroökonomische Veränderungen und den Immobilienmarkt verbindet.

Wir werden unseren Kunden weiterhin dabei zur Seite stehen ihr Portfolio durch dieses schwierige Umfeld zu manövrieren und eine passende Strategie für die Zukunft zu entwickeln.

#### **Disclaimer**

**Die folgende Immobilienstudie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine rechtliche, finanzielle oder professionelle Beratung dar. Die Informationen in dieser Studie wurden nach bestem Wissen und Gewissen zusammengestellt und können sich aufgrund von veränderlichen Marktbedingungen oder anderen Faktoren ändern. Es wird keine Garantie oder Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der in dieser Studie enthaltenen Informationen übernommen.**

**Jegliche Entscheidungen, die auf Grundlage dieser Immobilienstudie getroffen werden, liegen in der alleinigen Verantwortung des Lesers. Es wird dringend empfohlen, vor dem Treffen von Entscheidungen im Zusammenhang mit Immobilienkaufen, -verkaufen oder -investitionen qualifizierte Fachleute, einschließlich Anwälte, Finanzberater und Immobilienexperten, zu konsultieren.**

**Die in dieser Studie geäußerten Meinungen, Ansichten oder Prognosen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Verfasser wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Verfasser noch jegliche an der Erstellung dieser Studie beteiligte Parteien haften für Verluste, Schäden oder Unannehmlichkeiten, die aus der Nutzung der in dieser Studie bereitgestellten Informationen resultieren.**

**Diese Immobilienstudie kann Links zu externen Websites oder Quellen enthalten, die von Dritten betrieben werden. Solche Links dienen ausschließlich der Bequemlichkeit und stellen keine Billigung oder Empfehlung der verlinkten Inhalte dar. Es wird keine Verantwortung für den Inhalt, die Genauigkeit oder die Verfügbarkeit solcher externen Links übernommen.**

**Durch die Nutzung dieser Immobilienstudie stimmen Sie den oben genannten Bedingungen und diesem Disclaimer zu.**