

Bewertungen hinterfragt

Schweizer Immobilien

Autoren: Matthias Holzhey, Economist, UBS Switzerland AG; Fabian Waltert, Economist, UBS AG; Maciej Skoczek, CFA, CAIA, Economist, UBS Switzerland AG

- Immobilienbewertungen haben sich noch nicht vollständig an das Ende der Negativzinsära angepasst. Aktuell werden Immobilien höher bewertet als noch vor zehn Jahren.
- Kapitalwertveränderungen werden in der Schweizer Bewertungspraxis zwar stark geglättet. Dennoch besteht zurzeit grosse Unsicherheit über den Wert von Geschäftsflächen.
- Im historischen Vergleich sind Geschäftsflächen derzeit zu hoch bewertet. Bei Wohnrenditeliegenschaften hingegen liegen die Bewertungen nahe am fairen Wert.



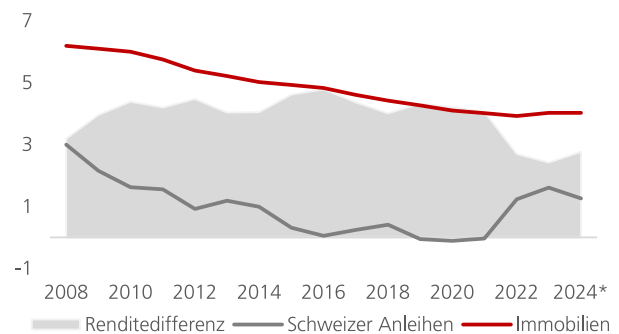
Quelle: Shutterstock

Das Ende der Negativzinsära ist praktisch spurlos an den Immobilienbewertungen vorbeigegangen. Gemäss MSCI stagnierten die Liegenschaftswerte im Wohn- und Bürosegment in den letzten beiden Jahren. Sowohl das aktuelle Zinsniveau als auch die mittelfristigen Inflationserwartungen sind vergleichbar mit den Werten der Jahre 2012 bis 2014. Dennoch liegen derzeit die realen Diskontierungssätze, die für die Bewertung entscheidend sind, teils mehr als einen Prozentpunkt tiefer als damals.

Daten von REIDA, die es ermöglichen, ein konstantes Portfolio von rund 1000 Renditeliegenschaften über längere Zeit zu verfolgen, bestätigen diesen Trend. Über alle Nutzungsarten und Preissegmente hinweg liegen die Bruttorenditen heute um rund einen Prozentpunkt tiefer als noch 2014. Mieteinnahmen bei Wohnimmobilien wurden damit im vergangenen Jahr im Median um 26 Prozent und bei Geschäftsflächen um 12 Prozent höher bewertet als noch 2014. Auch im Vergleich zu den aktuellen Renditen langfristiger Schweizer Anleihen sind die über Jahre stetig gesunkenen Renditen tendenziell zu tief: Während der Spread zwischen Bruttorendite und der Verzinsung der Schweizer Anleihen vor zehn Jahren rund 4 Prozent betrug, liegt er heute bei 2,5 bis 3 Prozent.

Tiefer Renditespread

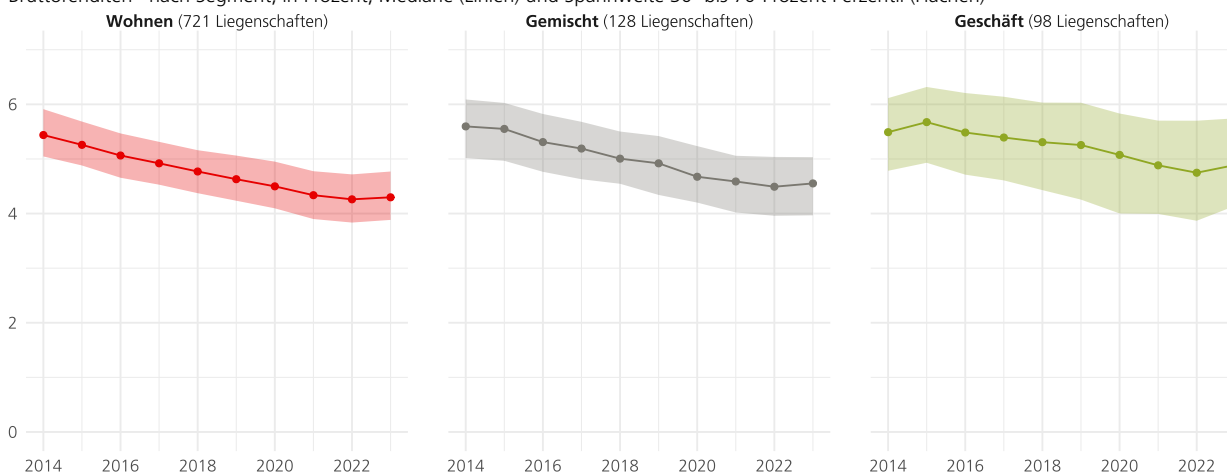
Bruttorendite von Immobilieninvestitionen (alle Segmente) und Verfallsrendite von Anleihen (SBI Dom AAA-BBB Y), in Prozent; Renditedifferenz, in Prozentpunkten



Quellen: SIX, MSCI, UBS. *Bewertungen in 2024 unverändert zum Vorjahr.

Bisher kaum Bewertungskorrekturen

Bruttorenditen* nach Segment, in Prozent; Mediane (Linien) und Spannweite 30- bis 70-Prozent Perzentil (Flächen)



Quellen: REIDA, UBS; * Die Analysen basieren auf einem über die Zeit konstanten Portfolio von 947 Liegenschaften aus den Portfolios institutioneller Investoren

Fahren auf Sicht

Portfoliobewertungen in der Schweiz reflektieren selten den aktuellen Marktwert. Denn Kapitalwertveränderungen von Immobilienportfolios werden in der Schweizer Bewertungspraxis generell stark geglättet. Entsprechend ist auch die Volatilität der Kapitalwertveränderung im Vergleich zu anderen europäischen Ländern deutlich niedriger.

Die starke Veränderung der Fundamentalfaktoren in den letzten beiden Jahren stellt eine Herausforderung für Bewertungen dar. Einerseits setzt das Ende des Negativzinsumfelds ab 2022 Fragezeichen hinter die Höhe der Diskontierungssätze. Die Wohnungsknappheit verbessert aber das Steigerungspotenzial der Mieten bei Wohnliegenschaften. Zudem besteht grosse Unsicherheit über den zukünftigen Bedarf an Büroflächen. Diese Unsicherheiten schaffen sowohl für Eigentümer als auch für die Bewertungsfirmen Anreize, die weitere wirtschaftliche Entwicklung abzuwarten und die Bewertungen nur graduell anzupassen.

Wenig repräsentativer Transaktionsmarkt

Die Anzahl der Immobilientransaktionen ist als Folge dieser Unsicherheiten gesunken, was die Preisfindung erschwert. Angesichts stabiler Mieteinnahmen und insgesamt moderater Finanzierungskosten besteht kein Verkaufsdruck auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Daher kommen primär Transaktionen zustande, bei denen die Zahlungsbereitschaft der Käuferseite im Vergleich zu 2021 nicht signifikant gesunken war. Beispiele sind Mehrfamilienhäuser in den Agglomerationen oder moderne Bürogebäude in den Innenstädten. Dort dürfte die Zahlungsbereitschaft für Immobilien generell höher liegen als noch vor zehn Jahren.

Transaktionspreisindizes haben dementsprechend an Aussagekraft für die Entwicklung am Gesamtmarkt eingebüsst und zeichnen zurzeit je nach zugrunde liegendem Portfolio ein sehr unterschiedliches Bild.

Bewertungsmatrix: Sind die Bewertungen zu hoch?

Vereinfacht gesagt leitet sich der Immobilienwert aus den Erwartungen hinsichtlich der Miet- und Zinsentwicklung ab. Während höhere erwartete Mieteinnahmen den Wert einer Liegenschaft steigern, reduzieren höhere Zinsen die Bewertungen. Die Matrix zeigt die Abweichung des theoretischen Werts von der aktuellen Bewertung unter Annahme konstanter Risikoprämien. Die Höhe der Abweichung ist abhängig von der erwarteten Miet- und Zinsentwicklung der nächsten zehn Jahre.

Wohnrenditeliegenschaften

Die Wohnungsknappheit lässt sowohl die Angebots- als auch Bestandesmieten überdurchschnittlich steigen. Für die nächsten zehn Jahre erwarten wir, dass die Mieten im Durchschnitt nominal zwischen 2 und 2,5 Prozent pro Jahr zulegen werden. Bei langfristigen Zinsen von unter 1 Prozent wären die Bewertungen von Mehrfamilienhäusern im Marktdurchschnitt damit fair bewertet.

Geschäftsflächen

Bei Geschäftsliegenschaften – insbesondere bei Büroflächen – sind deutlich schwächere Mietsteigerungen zu erwarten. Obwohl an Toplagen die Perspektiven intakt sind, stellen Homeoffice und der Leerstand in der Peripherie real steigende Mieten in Frage.

Gelingt langfristig der Inflationsausgleich und die Mieten steigen um etwa 1 Prozent pro Jahr, sind die Werte von Büroliegenschaften aber dennoch rund 10 bis 15 Prozent zu hoch. Damit die aktuellen Bewertungen als fair eingestuft werden könnten, müssten die langfristigen Zinserwartungen auf 0 Prozent fallen.

Fazit

Die Bewertungen im Marktdurchschnitt sind insgesamt im historischen Vergleich hoch. Die starke Zuwanderung, die geringe Neubautätigkeit in allen Segmenten und die gute Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz können zwar als Erklärung für gesunkene Risikoprämien dienen. Der Zinsanstieg der letzten beiden Jahre hat aber dennoch einen Keil zwischen Bewertungen und Marktwert getrieben.

Gerade auf dem Geschäftsflächenmarkt dürfte die Realität am Transaktionsmarkt je nach Segment und Lage stark von den Bewertungen abweichen. So ist die Nachfrage nach Geschäftsliegenschaften mittlerer und geringer Qualität deutlich gesunken. Insbesondere B-Lagen werden wenig gehandelt, weil die Zahlungsbereitschaft potenzieller Käufer durch die erhöhte Risikoaversion gesunken ist und die Eigentümer vorerst an ihren Preisvorstellungen festhalten.

Wohnrenditelienschaften knapp fair bewertet

DCF-Schätzung der Abweichung der aktuellen Bewertung von Wohnliegenschaften zum fairen Wert in Abhängigkeit von der erwarteten jährlichen Veränderung der Nettomieteinnahmen und der Verzinsung zehnjähriger Bundesobligationen im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre*, in Prozent

		Rendite zehnjähriger Bundesobligationen									
		0.00	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	
Nettomieteinnahmen	-1.0	-11	-16	-20	-24	-27	-30	-33	-36	-38	
	-0.5	-7	-12	-17	-21	-24	-28	-31	-34	-36	
	0.0	-4	-9	-14	-18	-22	-25	-28	-31	-34	
	0.5	0	-5	-10	-15	-19	-22	-26	-29	-32	
	1.0	4	-2	-7	-11	-16	-19	-23	-26	-29	
	1.5	8	2	-3	-8	-12	-16	-20	-23	-26	
	2.0	12	6	1	-4	-9	-13	-17	-21	-24	
	2.5	17	10	4	-1	-6	-10	-14	-18	-21	
3.0	21	15	8	3	-2	-7	-11	-15	-18		

Quelle: UBS. *Basisszenario ist grau markiert. Ausgangswert ist die durchschnittliche Bewertung von Mehrfamilienhäusern auf Portfolioebene gemäss REIDA per Ende 2023.

Geschäftsflächen überbewertet

DCF-Schätzung der Abweichung der aktuellen Bewertung von Geschäftsflächen zum fairen Wert in Abhängigkeit von der erwarteten jährlichen Veränderung der Nettomieteinnahmen und der Verzinsung zehnjähriger Bundesobligationen im Durchschnitt der nächsten zehn Jahre*, in Prozent

		Rendite zehnjähriger Bundesobligationen									
		0.00	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	
Nettomieteinnahmen	-1.0	-9	-14	-18	-22	-25	-28	-31	-34	-36	
	-0.5	-6	-11	-15	-19	-23	-26	-29	-32	-34	
	0.0	-2	-7	-12	-16	-20	-23	-26	-29	-32	
	0.5	2	-4	-8	-13	-17	-20	-24	-27	-29	
	1.0	6	0	-5	-9	-13	-17	-21	-24	-27	
	1.5	10	4	-1	-6	-10	-14	-18	-21	-24	
	2.0	14	8	3	-2	-7	-11	-15	-18	-21	
	2.5	18	12	6	1	-3	-8	-12	-15	-19	
3.0	23	16	10	5	0	-4	-8	-12	-16		

Quelle: UBS. Basisszenario ist grau markiert. Ausgangswert ist die durchschnittliche Bewertung von Geschäftsliegenschaften auf Portfolioebene gemäss REIDA per Ende 2023.

Anhang

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS»), die Teil der UBS Group AG («UBS-Konzern») sind, aufbereitet und veröffentlicht. Der UBS-Konzern umfasst die frühere Credit Suisse AG, ihre Tochtergesellschaften, Filialen und verbundenen Unternehmen. Der für Credit Suisse Wealth Management relevante Zusatz-Disclaimer ist am Ende dieses Abschnitts zu finden.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des **CIO** von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprognosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Die Vergütung des/der Analysten, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, wird ausschliesslich durch Research Management und das Senior Management (ohne Investment Banking) bestimmt. Die Vergütung der Analysten basiert nicht auf den Erträgen aus

dem Investment Banking, Verkauf und Handel oder Eigenhandel. Die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen des UBS-Konzerns als Ganzes stehen, wozu auch das Investment Banking, der Verkauf und Handel sowie der Eigenhandel gehören.

Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research-methodology. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. Strategien wenden ESG-Analysen je nach der Region unterschiedlich an und integrieren die Ergebnisse auf verschiedene Weise. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren oder Aspekten des nachhaltigen Investierens könnte die Fähigkeit von UBS beeinträchtigen, bestimmte Anlagechancen zu nutzen oder zu empfehlen, die andernfalls zu den Anlagezielen des Kunden oder der Kundin passen würden. Die Renditen eines Portfolios, das ESG-Faktoren oder Erwägungen des nachhaltigen Investierens einbezieht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem UBS keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder anderen Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

USA: Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden.

Länderinformationen finden Sie unter ubs.com/cio-country-disclaimer-gr oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

Zusatz-Disclaimer für Credit Suisse Wealth Management

Dieses Dokument erhalten Sie in Ihrer Eigenschaft als Kunde von Credit Suisse Wealth Management. Ihre personenbezogenen Daten werden gemäss der Datenschutzerklärung der Credit Suisse verarbeitet, auf die Sie an Ihrem Domizil über die offizielle Website der Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com> zugreifen können. Um Ihnen Marketingmaterial zu unseren Produkten und Dienstleistungen senden zu können, ist die UBS Group AG berechtigt, Ihre grundlegenden personenbezogenen Daten zu verarbeiten (d.h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse), bis Sie uns mitteilen, dass Sie diese Unterlagen nicht mehr erhalten möchten. Sie können die Zusendung dieser Unterlagen jederzeit durch Mitteilung an Ihren Relationship Manager widerrufen.

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben und /oder abhängig von der lokalen Einheit der Credit Suisse, von der Sie diesen Bericht erhalten, wird dieser Bericht von UBS Switzerland AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen.

Fassung B/2024. CIO82652744

© UBS 2024. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.