

# «Es spricht alles für eine sanfte Landung»

Der Schweizer Immobilienmarkt ist zweigeteilt. Während sich am Markt für Wohneigentum die Anzeichen einer Preisüberhitzung mehren, führt am Geschäftsflächenmarkt die Angebotsausweitung zu sinkenden Preisen. Für Jan Eckert, CEO von JLL Schweiz, sind beides Entwicklungen in normalen Marktzyklen.

**Herr Eckert, hat sich am Schweizer Immobilienmarkt eine Preisblase gebildet?**  
Nein.

**Das ist jetzt Branchenoptimismus.**  
Nein. In keinem Segment des Marktes stellen wir irrationale, nicht nachvollziehbare Preise fest, wie sie typisch wären für eine Preisblase, die vor dem Platzen steht.

**Damit stehen Sie konträr zur Meinung der Schweizerischen Nationalbank.**  
Ja. Die Datenbasis, auf die sich viele Augen abstützen, ist oft veraltet, teilweise um bis zu zwei Jahre, und hat daher wenig Aussagekraft für die aktuellen Marktgeschehnisse. Wir dagegen sehen momentan in allen laufenden Marktsegmenten eine Entwicklung der Preise, die ich zwar nicht eine Abkühlung nennen will, aber doch eine Neukalibrierung...

**...auf gefährlich hohem Niveau.**  
Was ist ein hohes Niveau? In gewissen Segmenten, etwa dem Wohneigentumsmarkt, zeichnet sich eine Überheuerung ab, aber nicht über den gesamten Markt und schon gar nicht für kommerzielle Immobilien. Auch werden keine Immobilien gekauft aus dem Glauben, sie wären morgen mehr wert. Dieses spekulative Element ist im Moment vernachlässigbar.

**Dann liegen auch wir Medien falsch, wenn wir von Preisexzessen schreiben?**  
Salopp gesprochen: Nur weil einige Luxuswohnungen und einige Villen, wir sprechen schweizweit von vielleicht hundert Objekten, derzeit keinen Käufer finden, heisst das noch lange nicht, dass der Markt kollabiert.

**«Wir erwarten keine Korrektur über den breiten Markt, sondern vielmehr eine Seitwärtsbewegung.»**

**Was trotzdem belegt, dass viele Angebotspreise nicht realistisch sind.**  
Das stimmt, es werden teilweise Objekte zu Preisen angeboten, die am Markt nicht mehr durchsetzbar sind. Da versuchen noch Verkäufer in Fortschreibung der Vergangenheit theoretische Kapitalgewinne abzuschöpfen. Doch die Käufer sind vorsichtiger und überlegter geworden. Auch können sich die Immobilienpreise grundsätzlich nicht von der langfristigen volkswirtschaftlichen Entwicklung abkoppeln. Teilweise nehmen sie aber wirtschaftliche Wachstumsphasen vorweg und entwickeln sich in einer ersten Phase stärker als die Gesamtwirtschaft. Damit die volkswirtschaftlichen Indikatoren wieder aufholen können, muss es in der Folge auch Phasen seitwärts tendierender Immobilienpreise geben.

**Oder es kommt zu einem Preiseinbruch wie in den Neunzigerjahren?**  
Im Wohneigentumsbereich sind die meisten Marktsegmente wohl am Ende der Expansionsphase. Wir erwarten aber keine Korrektur über den breiten Markt nach unten, sondern vielmehr das Einschwen-

ken in eine Seitwärtsbewegung. Das ist jedoch kein Platzen einer Preisblase, sondern eine normale Marktkorrektur.

**Die Schere zwischen Einkommens- und Preisentwicklung lässt aber kaum eine sanfte Korrektur erwarten.**  
Die Preisindikatoren sind in etwa gleich hoch wie in den Neunzigerjahren. Entscheidend sind aber nicht allein das Einkommen oder die Zinsen. Es zählt auch die Vermögensentwicklung. Das Reinvermögen pro Kopf hat sich in der Schweiz seit 1997 bis 2010 um 80% erhöht, die Angebotspreise für Eigentumswohnungen in derselben Periode dagegen nur um 50% und die von Einfamilienhäusern um 25%. Wir sind eben immer noch ein Volk von Erben. Im Vergleich zur Vermögensentwicklung ist die Entwicklung der Hauspreise daher weniger besorgniserregend als im Vergleich zu Einkommen.

**Sind in diesem Umfeld die regulatorischen Eingriffe der Schweizerischen Nationalbank in den Hypothekemarkt notwendig?**  
Für die Funktion des Immobilienmarktes ist nicht allein die Höhe der Hypothekenzinsen wichtig, sondern auch die Verfügbarkeit von Hypotheken, was einen entscheidenden Einfluss auf das Investorenverhalten hat. Massvolle Vorgaben für den Wohneigentumsmarkt, wo in der Regel mit hohem Fremdkapitaleinsatz gekauft wird und die Fremdfinanzierung grösser ist, sind daher klug, speziell wenn wie im Moment die Zinsen nicht erhöht werden können. Wir rechnen nämlich kaum mit einer Leitzinserhöhung der SNB vor der zweiten Hälfte 2015.

**Dann ist ein rigoroseres Eingreifen doch erst recht angesagt.**  
Es ist nie einfach, das richtige Mass und Timing zu finden. Im Moment beruhigt sich der Immobilienmarkt aufgrund der Angebotsausweitung grösstenteils selbst. Im jetzigen späten Zeitpunkt im Immobilienzyklus erscheinen neue grosse Regulierungen unangebracht und können sogar dazu führen, dass der Markt in eine Gegenbewegung gerät.

**Weil die SNB mit ihren Massnahmen nicht in die Feinststeuerung des Immobilienmarktes eingreifen kann?**  
Kommunikation ist ein wichtiges Steuerungsinstrument. Aus diesem Grund verstehe ich die SNB, dass sie sensibel reagiert. In gewissen Bereichen der Preismessung und der Risikoeinschätzung ist sie aber nicht wirklich nah am Markt. Oft wird zu sehr auf Datenanalysen gesetzt. Die Datenverfügbarkeit zu vielen wichtigen Segmenten des Schweizer Immobilienmarktes ist eher gering. Zudem haben die verfügbaren Daten einen deutlichen Timelag. Das ist einer der Gründe, wieso die Schweiz im JLL-Transparenzindex der Immobilienmärkte keinen absoluten Spitzenplatz einnimmt. Obwohl es ein in seiner Gesamtheit transparenter Markt ist, mangelt es im Vergleich zu anderen Immobilienmärkten insbesondere an Transparenz im Hypothekengeschäft. Auch fällt auf, dass ausser den üblichen Schweizer Anbietern kaum ausländische Institute am Markt sind. Mehr Diversität wäre für einen robusteren Markt wünschbar.



Jan Eckert: «Bloss weil ein paar Luxuswohnungen keinen Käufer finden, heisst das noch lange nicht, dass der Markt kollabiert.»

**Kaum eine Beruhigung ist feststellbar im Mehrfamilienhausbereich, der vor allem von eigenkapitalstarken institutionellen Investoren mit grossen Wohnüberbauungen dominiert wird. Bauen sie nicht an Nachfrage und Bedarf vorbei?**

Im Mietwohnungssegment findet eine Zerteilung zwischen peripheren und urbanen Lagen statt. Die Wohnungsproduktion hat verzögert auf den Anstieg der Einwanderung reagiert, nun aber ein Niveau erreicht, das mit dieser Zusatznachfrage übereinstimmt. Die Angebotsausweitung fand aber vor allem in den peripheren Regionen statt. Auch hat der Stockwerkeigentumsmarkt die Erstellung von Mietwohnungen in die günstigere Peripherie gedrängt. Dort droht ein Überangebot, dies sind auch die ersten Lagen, an denen höherer Leerstand und negatives Mietzinswachstum die Werte erodieren können. Aufgrund der starken Regulierung und der zum Teil trägen Entscheidungsprozesse für neue Projektentwicklungen bleiben dagegen die städtischen Mietmärkte knapp im Angebot und damit das Mietzinsniveau wie auch Immobilienpreise hoch. Die Gefahr einer Leerstandszunahme, einer längeren Inserierdauer und stagnierender Mietzinsen besteht vor allem in B- und C-Lagen mit langen Pendlerzeiten zu den Grosszentren. Die rege Bautätigkeit erhöht in solchen Regionen zusätzlich die Konkurrenz für bestehende Wohnungen. Urbane und gut erschlossene Agglomerationsgemeinden dürften dagegen von einer robusten Mieternachfrage profitieren.

**Am falschen Ort und dann noch zu hohen Preisen. Ist das nicht eine Fehlallokation?**  
Aufgrund der zum Teil politisch bewussten in Kauf genommenen Verknappung des Mietwohnungsmarktes in den grossen ur-

banen Zentren wie Zürich und Genf hat die Entwicklung von Wohnraum vor allem ausserhalb dieser Zentren stattgefunden. Der Mietwohnungsmarkt befindet sich daher in einer Schlussphase, in der immer noch Preise bezahlt werden, die grundsätzlich eine positive Zukunft in Bezug auf die Absorption der Wohnungen und die Mietzinsentwicklung antizipieren. Diese Erwartung muss sich jedoch in den nächsten drei bis fünf Jahren erfüllen, um die heutigen Preise zu rechtfertigen. Trifft dies nicht zu, dann haben einige Investoren ein schlechtes Geschäft gemacht. Aber das bedeutet noch keinen Crash.

**«In den Seilen hängen Ausländer, die hoch fremdfinanziert in den Schweizer Markt eingestiegen sind.»**

**Sie sind zuversichtlich, dass für diese Investoren die Rechnung aufgeht?**  
Wer gegenwärtig für 4% Rendite ein Mehrfamilienhaus in peripherer Lage kauft, kauft teuer ein. Ist die volkswirtschaftliche Entwicklung in den nächsten drei Jahren weiterhin positiv – die Chance ist mit BIP-Wachstumswahrscheinlichkeiten, wie wir sie in den Neunzigerjahren nie hatten, da –, und steigen gleichzeitig Einkommen und Vermögen bei tiefen Zinsen, dann ist es ein gutes Geschäft. Aus heutiger Projektion sind jedoch mehr Risiken zu erwarten. Da immer noch viel Kapital in den Markt drängt, besteht die Gefahr einer nicht risikogerechten Preisbildung.

**Wer sind die Investoren, die nicht risikogerechte Renditen in Kauf nehmen?**

Man darf nicht nur aus einer reinen Immobiliensicht urteilen. Wenn Bundesobligationen nur 1% Rendite abwerfen, dann sind unter Umständen 3% Nettorendite aus Immobilien, die als Alternative zu nur unwesentlich teureren Unternehmensanleihen stehen, unter Umständen wieder adäquat zu den Risiken gepreist.

**Welcher Mechanismus könnte eine Korrektur der Immobilienpreise auslösen?**  
Zu einer Preiskorrektur führt im investmenttauglichen Bereich des Immobilienmarktes, wenn andere Anlageklassen relativ zu den Immobilien wieder Vorteile zeigen. Wenn die Obligationen- und die Aktienmärkte wieder relativ attraktiver sind, dürfte sehr viel Kapital über lange Zeit aus den Immobilien abfliessen. Im Moment sind die Immobilienallokationen der Schweizer institutionellen Investoren vor allem aus internationaler Sicht beispiellos hoch.

**Was wären die Folgen eines solchen Kapitalabzugs?**  
Wenn sich das Anlageuniversum auch volumenmässig öffnet, dann gleitet der Immobilienmarkt in eine Seitwärtsbewegung. Entscheidend ist, wie schnell die Investoren ihr Kapital freibekommen wollen. Insgesamt ist spricht ein solches Szenario aber für eine sanfte Landung.

**Das gilt auch für den Büroflächenmarkt?**  
Auf den Märkten für kommerzielle Nutzer hat sich die Preissituation dank der Angebotsausweitung stark beruhigt. Im Büroflächenmarkt bewegen wir uns gar auf ein Überangebot zu. Hier führen Standortzusammenlegungen grosser Nutzer und Verlagerungen aus der Innenstadt in verkehrsgünstigere Lagen zu einem höheren Leerstand aus dem Bestand. Zusätzlich