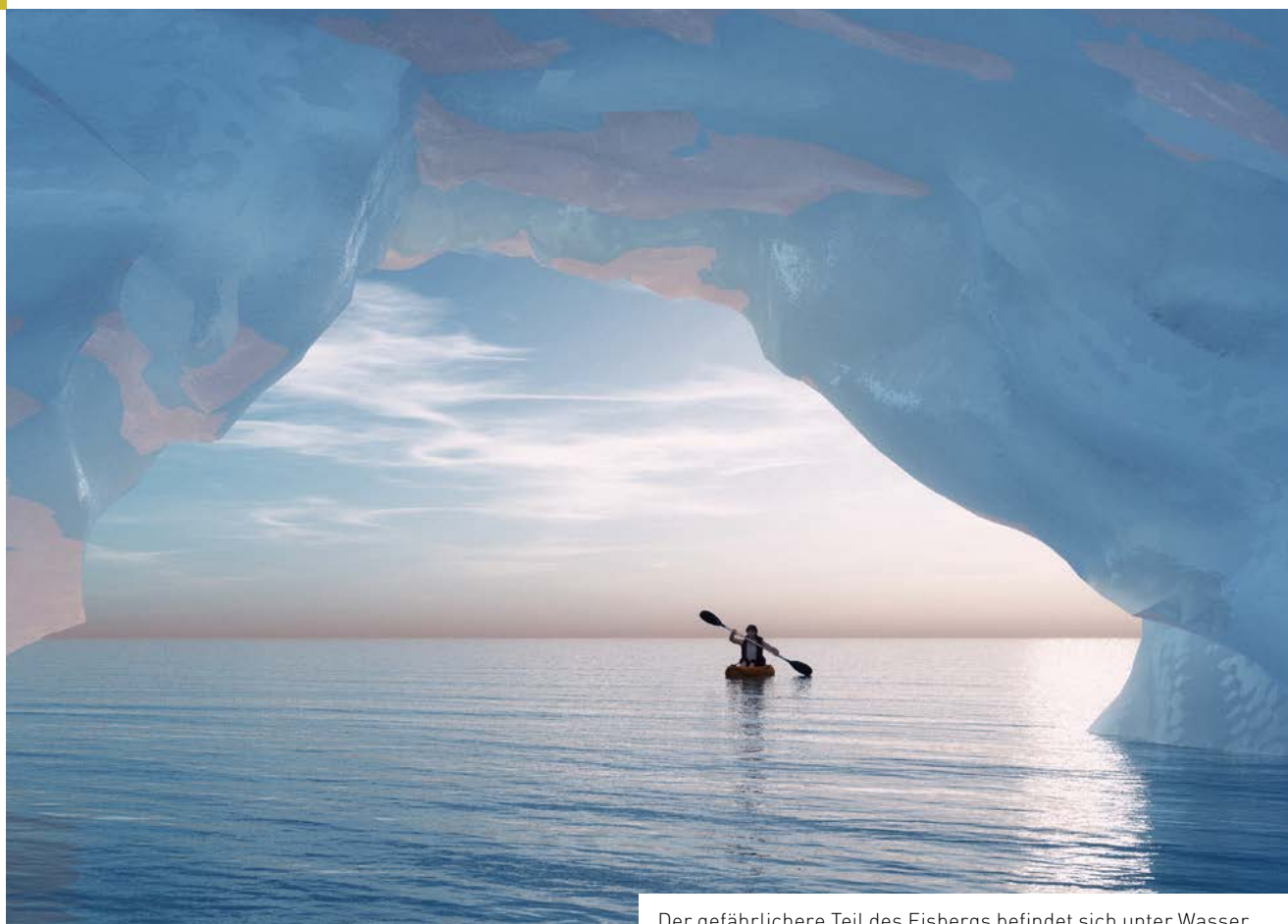


«Die Spitze des Eisbergs»

Investmentmärkte – Die Tiefzinspolitik zwingt Investoren und Banken in Immobilien und deren Finanzierung. Dabei wachsen stetig die Risiken am Markt, sollte es zur Zinswende kommen.

Von Siegfried Hubertus – Bilder: Depositphotos; Marc Straumann; Felix Wild; PD



Der gefährlichere Teil des Eisbergs befindet sich unter Wasser.

Die Zinsexperten des Hypothekarkreditvermittlers Moneypark in Pfäffikon haben diesen Sommer eine interessante Entwicklung beobachtet: Banken und Versicherungen reichen steigende Absicherungskosten bei Hypothekarkrediten nur in geringem Umfang an ihre Kunden weiter. Sie senken aber die Zinssätze für Immobiliendarlehen signifikant, sobald ihre eigenen Kosten wieder fallen.

Deutlich zeigt dies ein Vergleich der Entwicklung der Swapsätze, mit denen sich Kreditgeber gegen einen langfristigen

Zinsanstieg absichern, und der Zinsen für Hypothekarkredite. «Gegen Ende Juli erhöhten sich die Swapsätze der mittleren und insbesondere der langen Laufzeiten», sagt Moneypark-CEO Stefan Heitmann.

Banken setzen aufs Neugeschäft

«Verglichen mit dem Stand vor Monatsfrist verteuerten sich die Kreditabsicherungskosten für zehnjährige Laufzeiten um satte zehn Basispunkte.» Hingegen legten die Zinssätze für fünfjährige

Festhypotheken lediglich um zwei Basispunkte zu, jene von zehnjährigen Festhypotheken um drei Basispunkte. Als im August jedoch die Swapsätze um nur neun Basispunkte fielen, gaben die Zinssätze für fünfjährige Kredite gleich um drei Basispunkte und diejenigen der zehnjährigen Darlehen um vier Basispunkte nach. «Die Zahlen zeigen, dass Banken und Versicherungen ein grosses Interesse daran haben, Neugeschäft mit Hypothekarkrediten zu machen», sagt Moneypark-Researcher Stefan Meyner. Dabei seien die Kreditgeber offenbar

«In der Schweiz ist der Zinsspread zwischen den Pfandbriefen und dem Swapsatz seit längerer Zeit negativ.»

Claudio Saputelli, UBS Global Real Estate



«Der Nationalbank sind die Hände gebunden.»

Stefan Heitmann, CEO Moneypark

auch bereit, auf einen Teil ihrer Marge zu verzichten. «Es gibt eine starke Konkurrenzsituation am Finanzierungsmarkt, von der Kreditnehmer profitieren können.»

Die Beobachtungen der Pfäffiker bei Hypothekarkrediten für private Käufer von Eigenheimen und Stockwerkeigentum spiegeln auch Daten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zum Geschehen am Finanzierungsmarkt für kommerzielle Liegenschaften wider. Da diese mit einigen Monaten Verzögerung veröffentlicht werden, reicht die Zahlenbasis zwar nur bis Mai. Aber dafür ist die darin verzeichnete Entwicklung noch bemerkenswerter. Danach sind die Durchschnittszinssätze für zehn- bis 15-jährige Hypothekarkredite zur Finanzierung von Investments in Büro-, Retail- und Logistikkimmobilien von März bis Mai dieses Jahres von 1,67 Prozent auf 1,65 Prozent gesunken.

Kreditabsicherung wird teurer

Gleichzeitig waren jedoch in diesem Zeitraum die Swapsätze für Kreditabsicherungen um knapp 20 Basispunkte gestiegen. Banken hatten also ihre Zinsen leicht gesenkt, obwohl ihre Absicherungskosten signifikant zugelegt hatten. Über Swaps können Banken und Versicherungen die von ihnen ausgereichten Hypothekarkredite gegen einen Anstieg der Zinsen absichern. Dabei schliessen sie mit einem anderen Institut ein Tauschgeschäft über zukünftige Zahlungsströme ab.

Dies ermöglicht es ihnen, entweder Darlehen mit langfristiger Zinsbindung

kurzfristig zu deutlich niedrigeren Zinssätzen zu refinanzieren oder indirekt von einem Zinsanstieg zu profitieren, indem sie in diesem Fall vom Tauschpartner höhere Zahlungen erhalten, als dies bei niedrigeren Zinsen der Fall sein würde. «Durch einen Swap können gezielt Risiken in der Finanzierung verringert werden», erläutert Claudio Saputelli, Leiter Global Real Estate der UBS.

Allerdings mindern die von den Kreditgebern zu zahlenden Swapsätze deren Marge am Finanzierungsgeschäft. «Ein Anstieg der Kreditsicherungskosten führt deshalb in der Regel auch zu einem Anstieg der Zinssätze der Hypothekendarlehen», sagt Günter Vornholz, Professor für Immobilienökonomie an der EBZ Business School in Bochum. «Bleibt diese Anpassung aus, deutet dies darauf hin, dass Assekuranzen und Banken bereit sind, eine geringere Gewinnmarge hinzunehmen, um mehr Neugeschäft am Markt für Hypothekarkredite zu generieren.»

Beobachten lässt sich dies auch am Pfandbriefmarkt. «In der Schweiz ist der Zinsspread zwischen den Pfandbriefen und dem Swapsatz seit längerer Zeit negativ», sagt Saputelli. Während Pfandbriefe mit zehnjähriger Laufzeit nach Erhebungen der SNB Ende August im Schnitt bei 0,203 Prozent rentierten, betrug der Swapsatz 0,41 Prozent. Dies liege zum einen daran, dass «Pfandbriefrenditen im Gegensatz zu den Hypothekarzinsen keine Marge widerspiegeln», sagt Saputelli.

Mit Pfandbriefen refinanzieren Banken die von ihnen ausgereichten Immobiliendarlehen. Die Renditen der Anleihen

NACHRICHT

Europäische Zentralbank

Keine Eile mit der Zinswende

In ihrer ersten Ratssitzung nach der Sommerpause hat die Europäische Zentralbank (EZB) Mitte September genau das angekündigt, was Marktbeobachter erwartet hatten: Der im Juni dieses Jahres von EZB-Chef Mario Draghi avisierte Plan, die monatlichen Anleihekäufe im vierten Quartal nochmals zu halbieren, dass heisst auf 15 Milliarden Euro zurückzufahren, wurde bekräftigt. Ferner peilen die Währungshüter ein Ende des – vor allem in Deutschland – umstrittenen Programms zum Kauf von Staats- und Unternehmenspapieren unverändert zum Jahresende 2018 an. An den Anleihemärkten wird die EZB jedoch auch dann noch ein gewichtiger Marktteilnehmer bleiben, wenn sie keine neuen Papiere mehr erwirbt: In Gelder aus auslaufenden Anleihen will sie, wie zuletzt von Finanzmedien berichtet wurde, wieder investieren. Seit Beginn des Programms im März 2015 bis Ende August 2018 hat die EZB Wertpapiere im Gesamtwert von gut 2,5 Billionen Euro gekauft – mit dem Ziel, auf diesem Weg der Konjunktur in den 19 Euroländern auf die Sprünge zu helfen und zugleich die Teuerung anzuhängen.

Mit der Zinswende scheinen es die Währungshüter derweil nicht eilig zu haben. Eine Wende hin zu höheren Zinsen will die EZB, wie in der Ratssitzung anklang, frühestens im Herbst 2019 einläuten. Bis dahin bleibt der Leitzins im Euroraum auf dem Rekordtief von null Prozent; zudem müssen Geschäftsbanken weiterhin 0,4 Prozent Strafzinsen zahlen, wenn sie Geld bei der EZB parken. Den Hintergrund für die Entscheidung sehen Ökonomen unter anderem darin, dass der Anstieg der Verbraucherpreise – insbesondere mit Blick auf die Kernteuerung – noch nicht zufriedenstellend ist und sich die konjunkturelle Dynamik abgeschwächt hat. [bw]

zeigen deshalb nur, was Investoren verdienen, die bereit sind, den Kreditgebern Kapital zu leihen. Zum anderen drückt der von der SNB verhängte Negativzins von minus 0,75 Prozent weiterhin die Renditen Schweizer Staatsanleihen. Zehnjährige Eidgenossen rentierten am 31. August bei minus 0,032 Prozent. Das zieht automatisch die Renditen der Pfandbriefe herunter, da es zu einer beträchtlichen Investorennachfrage bei diesen Anleihen führt. Da Pfandbriefe als quasi risikoloses Investment gelten, liegen ihre Renditen traditionell nur 20 bis 30 Basispunkte über denen von Eidgenossen gleicher Laufzeit.

Allerdings sind nicht nur im Negativzinsland Schweiz die Renditen der Pfandbriefe unter die Swapsätze gefallen. Auch im Eurozonenstaat Deutschland gibt es zurzeit einen negativen Spread, obwohl die Europäische Zentralbank (EZB) den Leitzins nicht in den Minusbereich gefahren hat, sondern bei null Prozent hält. Im August lag die Differenz zwischen den Renditen von Junbo-Pfandbriefen und den Swapsätzen fast durchwegs im negativen Bereich. Profianleger, wie Pensionskassen und Versicherungen, die in die Anleihen von Hypothekenbanken mit einem Volumen von mindestens 500 Millionen Euro investierten, begnügten sich somit mit einer Rendite unterhalb der Kreditabsicherungskosten. «Die Daten aus der Schweiz und Deutschland zeigen, dass

die Kapitalmärkte den Pfandbrief als sehr sicheres Investment sehen», sagt Immobilienökonom Vornholz.

Refinanzierung über Pfandbriefe

Zwar könnten institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen auch direkt in das Swappeschäft einsteigen. Als Tauschpartner der Banken bei deren Zinsabsicherungsgeschäften würden sie zurzeit höhere Renditen erzielen können als bei Investments in Pfandbriefe. Dabei müssten sie aber entweder ein deutlich höheres Risiko eingehen – oder ihrerseits ihre Position in den eingegangenen Zinsswaps durch Gegengeschäfte ausgleichen, was dann wiederum den Ertrag mindern würde. «Swappeschäfte sind für die meisten

institutionellen Investoren zu riskant und zu kompliziert, als dass sie sich auf dieses Feld begeben würden», sagt Vornholz. «Deshalb bevorzugen sie die sicheren, einfachen Investments in Pfandbriefe.»

Trotz der geringen Rendite der Papiere konnten Schweizer Banken deshalb in den vergangenen Jahren immer mehr Hypothekarkredite über Pfandbriefe refinanzieren. Bei der Pfandbriefbank Schweizerischer Hypothekarinstitute, die neben der Credit Suisse und der UBS von Instituten wie der Migros Bank und der Valiant Bank getragen wird, stieg das Volumen der ausstehenden Pfandbriefe von 20,7 Milliarden Franken im Jahr 2003 auf 67,25 Milliarden Franken zu Beginn dieses Jahres. Beim zweiten Pfandbriefinstitut, der Pfandbriefen-



«Im Immobilieninvestmentmarkt dürfte in diesem Jahr die <Spitze des Eisbergs> erreicht werden.»

Yonas Mulugeta, CSL-Immobilien

ANZEIGE

Lucerne University of Applied Sciences and Arts

**HOCHSCHULE
LUZERN**

Technik & Architektur
Wirtschaft

FH Zentralschweiz

 **NNBS**

Netzwerk Nachhaltiges Bauen Schweiz
Réseau Construction durable Suisse
Network Costruzione Sostenibile Svizzera
Sustainable Construction Network Switzerland

SCHWEIZER BAUFORUM
Nachhaltiges Bauen – Nachhaltige Immobilien

Donnerstag, 22. November 2018
13:00 bis 17:30 Uhr

Lakefront Center, Inseliquai 12B, Luzern

www.hslu.ch/bauforum



Ein Anstieg der Rendite zehnjähriger Eidgenossen auf zwei Prozent in zwei Jahren würde bei Mehrfamilienhäusern zu Einbussen des Kapitalwerts von 25 Prozent führen.

Matthias Holzhey, UBS

«Die Finanzkrise war im Kern eine Krise der Immobilienfinanzierung.»

Steffen Sebastian, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung



trale der Schweizer Kantonalbanken, wuchs der Bestand im selben Zeitraum von 26,15 Milliarden Franken auf 52,06 Milliarden Franken. Insgesamt ist dadurch der Marktanteil der Pfandbriefe auf 33 Prozent des Gesamtbestands der inländischen Schuldner von Anleiheobligationen gestiegen. Dabei sank der Durchschnittszinssatz der ausstehenden Pfandbriefdarlehen in dieser Zeit von 3,478 Prozent auf 1,223 Prozent.

Die stark gestiegene Nachfrage nach Pfandbriefen resultiert nicht zuletzt aus der Negativzinspolitik der SNB. Institutionelle Investoren sind verpflichtet, einen Teil des ihnen anvertrauten Anlagevermögens in Anleihen zu investieren. Eidgenossen werfen jedoch seit Jahren nur negative Renditen ab, während Pfandbriefe zwar kleine, aber immerhin

positive Erträge aufweisen. Die «Mehrrendite gegenüber den Eidgenossen» trage mit dazu bei, dass Pfandbriefe «rege nachgefragt» werden, vermerkt Robert Horat, Geschäftsführender Direktor der Pfandbriefbank Schweizerischer Hypothekarinstitute, in deren jüngstem Geschäftsbericht.

Die Risiken steigen

«Die seit Jahren anhaltende Tiefzinspolitik der Notenbanken in der Schweiz und der Eurozone beflügelt wie ein Doppelturbo gleich zweifach den Boom an den Immobilienmärkten», sagt Vornholz. «Sie treibt private und Profianleger in den Backstein und sorgt gleichzeitig dafür, dass institutionelle Investoren über die ihnen gesetzlich auferlegte Anlei-

hequote bei der Vermögensallokation den Banken über die Zeichnung von Pfandbriefen genügend Kapital zur Refinanzierung ausgereicher Hypothekarkredite zur Verfügung stellen.»

Die grosse Frage ist: Was passiert, wenn die Zentralbanken die Zinsschraube wieder fester anziehen, wie dies in den USA bereits geschehen ist? Im Immobilieninvestmentmarkt dürfte in diesem Jahr die «Spitze des Eisbergs erreicht» werden, prognostizierte Yonas Mulugeta, CEO und Teilhaber der Zürcher Beratungsgesellschaft CSL Immobilien, bereits im Frühjahr. Das Problem bei Eisbergen: «Deren grösster Teil ist unsichtbar unter Wasser», sagt Mulugeta. «Und dort liegen die Risiken, die es in den kommenden Jahren verstärkt zu berücksichtigen gilt.»

ANZEIGE



suva

sicher, attraktiv, einfach
Ihr Renditeobjekt – unsere Finanzierung

Wer für sein Renditeobjekt auf der Suche nach einer mittel- bis langfristigen Finanzierung ist, sollte sich ein konkretes Finanzierungs-Angebot der Suva nicht entgehen lassen. Lassen Sie sich von uns aufzeigen, wie sicher, attraktiv und einfach die Suva auch Ihr Renditeobjekt finanzieren kann. suva.ch/kredit

NACHRICHT

Allianz Leben

Abschied vom Pfandbrief

Pfandbriefe sind bei institutionellen Anlegern aufgrund ihrer hohen Sicherheit sehr geschätzt – werfen aber seit geraumer Zeit kaum noch Rendite ab, was am Kaufprogramm der Europäischen Zentralbank liegen dürfte, die seit dem Jahr 2009 Covered Bonds erwirbt: Wie bei Staats- oder Unternehmensanleihen verzerren die EZB-Käufe die Preise und verdrängen zu dem private Investoren.

Aufgrund der mageren Rendite verabschieden sich inzwischen grosse Investoren aus dem Pfandbrief. Wie Markus Faulhaber, Chef von Allianz Leben, Mitte September mitteilte, soll der Anteil an Pfandbriefen am Portfolio des grössten deutschen Lebensversicherers mittelfristig auf nur noch knapp über null Prozent sinken. Die Leitung des Konzerns, der mit rund 248 Milliarden Euro Kapitalanlage zu den grössten Investoren Deutschlands zählt, stellt sich offenbar auf ein dauerhaft anderes Zinsniveau im Euro-Raum ein. «Wir rechnen nicht damit, dass sich das Niedrigzinsumfeld in naher Zukunft grundlegend ändert – auch wenn die EZB nun mit ersten Lockerungsübungen beginnt», erklärte Faulhaber gegenüber Medien. In den kommenden Jahren will der Dax-30-Konzern mehr Geld seiner Lebensversicherungskunden in Aktien und alternative Anlagen investieren; den Angaben zufolge soll die Aktienquote in den nächsten drei bis vier Jahren von aktuell zehn Prozent auf 13 bis 18 Prozent steigen. Ein Drittel des Geldes soll in alternative Anlagen wie erneuerbare Energien, Private Equity, Immobilien und in Infrastrukturprojekte fließen. Hinzu kommen jeweils 25 Prozent in Unternehmensanleihen und weitere 25 Prozent in Staatstitel, die traditionell aufgrund ihrer grossen Sicherheit und stabilen Einnahmen zu den Kerninvestments von Versicherungen gehören. (bw)



«Banken nehmen eine geringere Gewinnmarge hin, um mehr Neugeschäft mit Hypothekarkrediten zu generieren.»

Günter Vornholz, EBZ Business School

Die grösste Gefahr sehen Experten in einem zu schnellen Zinsanstieg in zu kurzer Zeit.

«Wie brisant ein solcher Cocktail sein kann, hat die Finanzkrise gezeigt», sagt Vornholz. Vor ihrem Ausbruch vor zehn Jahren hatte die US-Notenbank in Minischritten von 0,25 Prozentpunkten Quartal für Quartal den Leitzins angehoben. Dies trieb die Renditen von US-Staatsanleihen und zugleich die Kosten von Immobilienfinanzierungen in die Höhe. Für institutionelle Investoren wurden Bonds wieder interessant, während gleichzeitig die gestiegenen Hypothekarzinsen den Erwerb von Liegenschaften auf dem bisherigen Preisniveau immer unattraktiver machten und schliesslich die Immobilienpreise drückten. «Die Finanzkrise war im Kern eine Krise der Immobilienfinanzierung», sagt der Wirtschaftswissenschaftler Steffen Sebastian, Forschungsprofessor am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.

Dies könnte sich wiederholen, sollten die Leitzinsen auch diesmal zu schnell angehoben werden. Deutlich zeigt dies eine Analyse der UBS am Beispiel von Mehrfamilienhäusern. Danach könnte ein Zinsanstieg über einen Zeitraum von vier Jahren die Marktwerte von Liegenschaften deutlich unter Druck bringen. «Ein Anstieg der Rendite zehnjähriger Eidgenossen auf zwei Prozent in dieser Zeit würde zu unmittelbaren Einbussen des Kapitalwerts von 25 Prozent führen», rechnet der UBS-Ökonom Matthias Holzhey vor. In einem optimistischen Szenario dürfte ein Teil der Wertminderung durch Mieterhöhungen aufgrund

steigender Referenzzinssätze und aufgelaufener Inflation kompensiert werden. «Die Nominalmieten würden bis 2033 um rund 20 Prozent klettern», sagt Holzhey. «Unter dem Strich würden Mehrfamilienhausinvestitionen in Schweizer Grosstädten damit für die nächsten 15 Jahre im besten Fall nominal eine Gesamtrendite von knapp 30 Prozent abwerfen.» Hingegen würden andere Assetklassen in diesem Szenario deutlich besser abschneiden.

Zinswende nicht vor Ende 2019

Vorerst allerdings rechnen Experten noch nicht mit einem Anstieg der Zinsen. Die EZB hat zwar ihr Anleihekuprogramm reduziert und will es mit Ende Jahr komplett einstellen. Solange jedoch die Konjunktur in zahlreichen Ländern der Eurozone weiter harzt, dürfte sie kaum in der Lage sein, an der Leitzinsschraube zu drehen. «Wir gehen davon aus, dass die EZB, wie sie bereits im Juni ankündigte, in den nächsten zwölf Monaten keine Zinserhöhungen vornehmen wird», sagt Moneypark-CEO Heitmann. Dass die SNB einen solchen Schritt vor den Währungshütern der Eurozone tätigen wird, sei nicht zu erwarten. Dies würde Investoren aus dem Ausland dazu verleiten, massiv in den Franken zu gehen, was dessen Notierung in die Höhe treiben und die Schweizer Wirtschaft massiv beeinträchtigen würde. «Der Nationalbank sind die Hände gebunden», sagt Heitmann. «Sie wird ihren Leitzins nicht erhöhen, um keinen Aufwertungsdruck beim Franken zu kreieren.» ▲