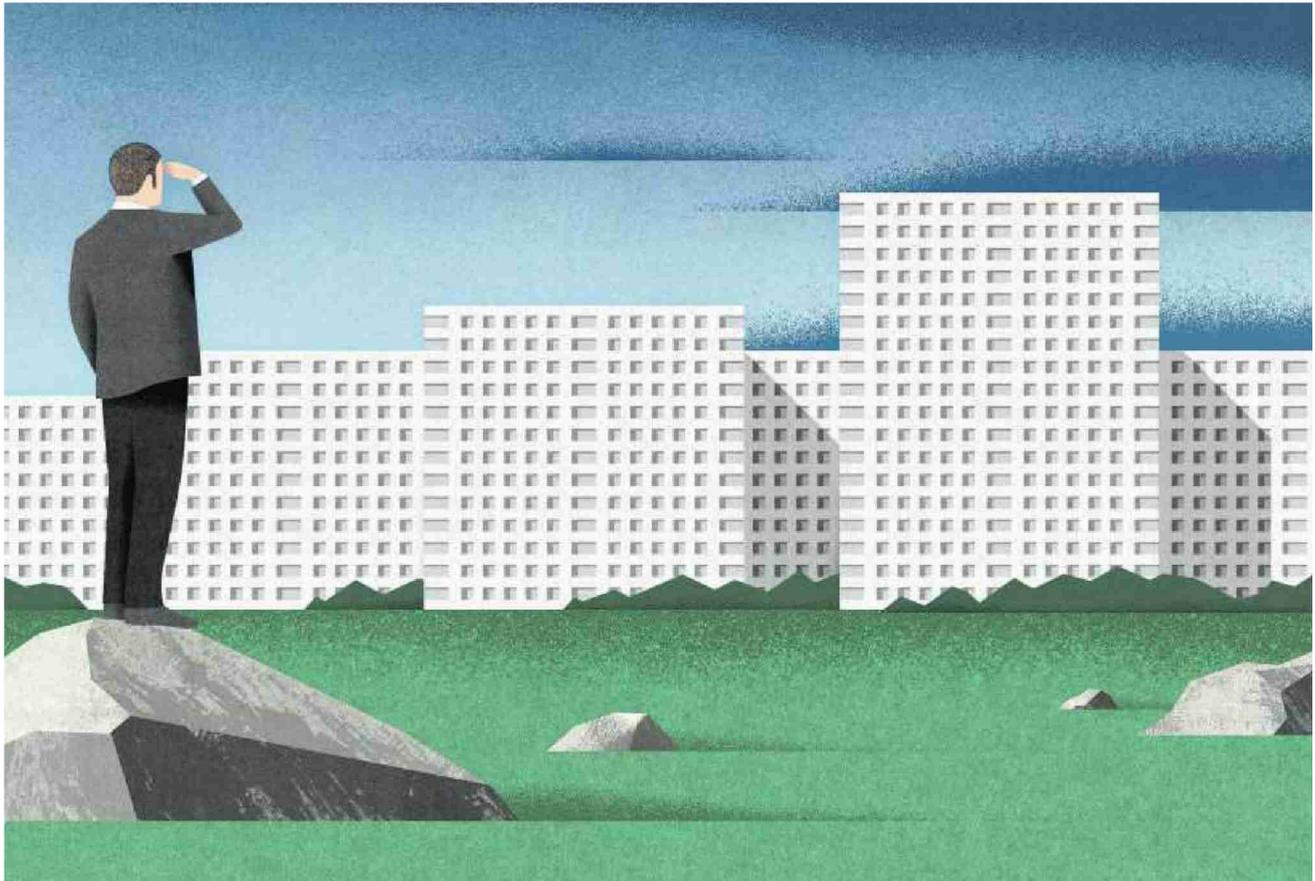


Teures, aber hochrentables Betongold

Indirekte Immobilienanlagen haben sich fast unheimlich gut entwickelt – wie anfällig sind sie nun?

MICHAEL SCHÄFER



Aus Sicht der Investoren waren Schweizer Immobilien in den vergangenen Jahren sehr solide Anlagen.

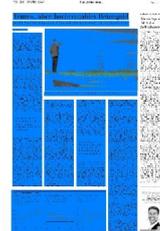
AUREL MÄRK

Sorgenfrei anlegen in Zeiten von Negativzinsen, Brexit und einem US-Präsidenten namens Donald Trump? Kaum ein Anleger wird diese Frage mit einem beherzten «Ja» beantworten. In Tat und Wahrheit haben in der Schweiz kürzlich vier von fünf wohlhabenden Privatanlegern bei einer von der Grossbank UBS durchgeführten Umfrage zu Protokoll gegeben, dass sie die derzeitige Phase als die unberechenbarste empfinden, die sie je erlebt hätten. Was das restliche

Fünftel dazu bewegen hat, weniger besorgt zu sein, ist nicht bekannt. Zu den eher entspannten Anlegern dürften vermutlich etliche zählen, die in den vergangenen Jahren massgeblich in Schweizer Liegenschaften investierten, sei es in Form von Fonds oder Aktien der Immobilienfirmen.

Tatsächlich lassen sich nur wenige Anlageklassen finden, die über lange Zeiträume ähnlich attraktive Renditen mit zugleich vergleichsweise geringen Risiken aufweisen können. Was die

Schweizer Immobilienaktien angeht, büssten sie in den vergangenen 15 Jahren nur viermal an Wert ein, die kotierten Liegenschaftsfonds sogar nur zweimal. Seit 2014, dem letzten Kalenderjahr mit einer negativen Performance, haben die Aktien inklusive Dividenden gemessen am Real-Index pro Jahr durchschnittlich 8,7% zugelegt. Der Swiit-Index, der die Entwicklung der kotierten Immobilienfonds abbildet, brachte es – ebenfalls mit Ausschüttun-



gen – immerhin auf 6,5%.

Zum Vergleich: Der Swiss-Performance-Index (SPI), der die Entwicklung

Kotierte Schweizer Immobilienfonds büssten in den vergangenen 15 Jahren nur zweimal an Wert ein.

des breiten Schweizer Aktienmarkts misst, schnitt mit einem durchschnittlichen Wertzuwachs von 5,5% deutlich schlechter ab. Und dies, obwohl die Anleger im Vergleich zu den Immobilienanlagen höhere Risiken in Kauf nehmen mussten. Der SPI büsste 2002 und 2008 volle 26 und 34% seines Wertes ein. Die grössten Verluste verzeichneten die Immobilienaktien 2007 und 2008 mit je rund 11%, und bei den -fonds waren die beiden Rücksetzer in den Jahren 2007 und 2013 mit je rund 3% kaum der Rede wert.

Auch im laufenden Jahr zeigen sich die indirekten Immobilienanlagen wieder von ihrer besten Seite. Bis Mitte Juli haben sich die Aktien der Immobilienfirmen um rund 10% verteuert, und der Wertzuwachs der Fonds fiel mit knapp 8% ebenfalls üppig aus. Kommt hinzu, dass beide Segmente in der ersten Jahreshälfte gleich mehrere «Allzeithochs» aufgestellt haben. Während die Fonds nur knapp unter ihrem Rekordhoch notieren, fehlen den Aktien nach einer kleinen Korrektur gut 3% zu ihren bisherigen Höchstständen.

Sind Immobilienanlagen nun Wunderwaffen, oder etwas weniger dramatisch gefragt, was macht sie zu solch attraktiven Investments? Und wie stehen die Chancen, dass sie ihre verblüffend gute Entwicklung auch in der Zukunft fortsetzen können? Ein wichtiger Teil der Antwort liegt in ihren vergleichsweise sehr stabilen und gut prognostizierbaren Mieteinnahmen, die bei

den meisten Fonds und Immobilien-gesellschaften einen Grossteil der Erträge darstellen.

Diese mit hoher Zuverlässigkeit wiederkehrenden Erträge bilden die Basis für bis anhin ebenso zuverlässige Dividendenzahlungen bzw. Ausschüttungen, was insbesondere von institutionellen Anlegern wie Pensionskassen sehr geschätzt wird. Im Zuge steigender Immobilienpreise sind die Ausschüttungsrenditen in den vergangenen Jahren zwar merklich abgeschmolzen – lagen sie bei den Fonds vor fünfzehn Jahren noch bei 4,3%, so sind es heute nur noch 2,7% und bei den Aktiengesellschaften 3,6% –, angesichts der schon seit längerem oft negativen Renditen von Obligationen hat die Attraktivität aber eher noch zugenommen.

Betrug der Abstand zwischen den Ausschüttungsrenditen der Immobilienfonds und den Renditen zehnjähriger Schweizer Bundesanleihen bis 2012 nämlich stets weniger als 2 Prozentpunkte, so lag er in den vergangenen fünf Jahren immer darüber. Noch vor wenigen Monaten lag der Abstand sogar deutlich über 3 Prozentpunkten (vgl. Grafik). Erst in den vergangenen Monaten ist die Differenz im Zuge steigender Obligationenrenditen wieder etwas geschrumpft, sie beträgt aber immer noch etwa das Doppelte ihres langjährigen Durchschnitts.

Womit wir schon beim zweiten Treiber für die famose Entwicklung der Immobilienanlagen sind: die über etliche Jahre auf ein kaum denkbar niedriges Niveau gefallen Zinsen. Sie haben nicht nur die Nachfrage nach Immobilien und damit auch deren Preise angeheizt, sondern sich auch sonst günstig ausgewirkt. Immobilienfonds und -gesellschaften können sich nämlich zu günstigeren Konditionen finanzieren, was bei einem weitgehend konstanten Niveau der Mieten ihre Margen verbessert. Zudem führen tiefere Zinsen auch dazu, dass bei der Bewertung eines

Angesichts des Tiefzinsumfelds stufen viele Experten die hohen Bewertungen als gerechtfertigt ein.

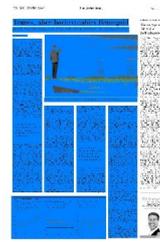
Objekts künftige Erträge weniger stark abgezinst werden, wodurch der Wert der Liegenschaften steigt.

Aber obwohl Immobilien hierzulande über Jahre auf breiter Front aufgewertet wurden, werden sie an der Börse noch deutlich teurer gehandelt, als sie in den Büchern der Fonds und Immobiliengesellschaften stehen. Rund 37% beträgt der durchschnittliche Aufschlag bei den Immobilienfonds, bei den Aktiengesellschaften sind es 22%. Beides liegt unterhalb der jeweiligen

Höchstwerte, gleichzeitig aber auch deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Angesichts des aussergewöhnlichen Zinsumfeldes stufen viele Experten, wie jene von Swiss Finance & Property, die im historischen Vergleich hohen Bewertungen jedoch als gerechtfertigt ein.

Es gibt aber zumindest zwei Entwicklungen, die das Schlaraffenland der Anleger gefährden können. Einerseits die gegenwärtige Situation am Immobilienmarkt und andererseits ein allfälliger Zinsanstieg. Was den Liegenschaftensmarkt angeht, sind hier schon seit geraumer Zeit Brems Spuren zu erkennen. Bei Verkaufs- und vor allem den Büroflächen, die insgesamt den grössten Teil der Gewerbeimmobilien ausmachen, sind Überkapazitäten vorhanden. Die Mieter befinden sich vielerorts in einer komfortablen Position, und die Mieten sind entsprechend unter Druck.

Auch auf dem Wohnungsmarkt hat sich die Lage für die Investoren verschlechtert. Durch rege Bauaktivitäten in den letzten Jahren wurde vor allem in ländlichen Regionen das Angebot so stark ausgeweitet, dass die Nachfrage nicht Schritt halten konnte. Und selbst



an zentraleren Lagen lässt sich manch neues Objekt nicht mehr so leicht vermieten, weil die Entwickler und Investoren zu optimistisch kalkuliert haben. So schmerzlich es dann im Einzelfall für den Eigentümer ist, wenn er seine Mietforderungen nach unten anpassen muss, insgesamt sind die Mieten im Wohnbereich weitgehend stabil. Die Ertragskraft der Immobilienfonds und -gesellschaften dürfte deshalb alles in allem nur langsam erodieren, was angesichts

des grossen Renditevorsprungs gegenüber Anleihen wohl kaum bedeutende Folgen nach sich ziehen wird.

Potenziell eine grössere Gefahr geht von der Zinsfront aus. Vor allem in den USA, zunehmend aber auch anderswo, stehen die Zeichen auf einer Straffung der Geldpolitik. Selbst in der Schweiz haben sich die Sätze spürbar von ihren Tiefpunkten von Mitte 2016 entfernt. Allerdings rechnen nur die wenigsten Beobachter hierzulande mit einem raschen weiteren Anstieg, zu schwach sind

die Signale aus dem Euro-Raum, der für die hiesigen Zinsen massgeblich ist.

Unter dem Strich dürfte das Aufwärtspotenzial für die Immobilienanlagen aufgrund der hohen Bewertungen derzeit eher limitiert sein – es sei denn, die Anleiherenditen sinken noch einmal spürbar. Kursrückschläge sind nicht auszuschliessen, vor allem wenn die Zinsen weiter steigen. Die vergleichsweise hohen Ausschüttungen dürften dann aber zumindest dämpfend wirken.

Gute Zeiten für Immobilienanlagen

Immobilienanlagen schlagen Schweizer Aktien
In %, indiziert, 3.1.2006 = 100

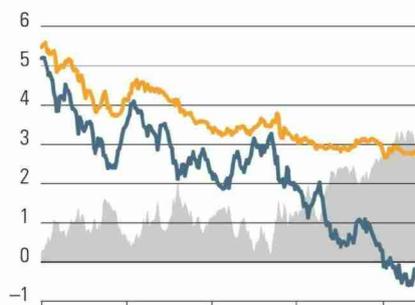
- Schweizer Immobilienfonds (Swiit-Index)
- Schweizer Immobilienaktien (Real-Index)
- Schweizer Aktien (SPI)



QUELLEN: BLOOMBERG, CREDIT SUISSE

Renditedifferenz weit über dem Durchschnitt

- Ausschüttungsrendite Immobilienfonds
- Schweizer Benchmarkanleihe 10 Jahre
- Differenz



Agios und Prämien auf hohem Niveau

- Agios/Disagios Immobilienfonds
- Prämien/Discounts Immobilien-AGs



NZZ-Infografik/efl.