



Bonanza mit «Betongold»

19-07-2019

NZZ - An den Aktienmärkten herrscht wieder einmal Rekordstimmung, unter anderem auch in den USA und in der Schweiz. Hierzulande sind zudem die indirekten Immobilienanlagen wieder auf Rekordjagd, wie bereits in den Vorjahren. Sowohl die im SXI-Real-Estate-Shares-Broad-Index (Real-Index) zusammengefassten Immobilienaktien als auch die im SXI-Real-Estate-Funds-Broad-Index (Swiit-Index) enthaltenen Immobilienfonds haben dieses Jahr schon mehrere Höchststände erreicht.

Mehrere Höchststände in 2019

Nach etwas mehr als der Jahresmitte liegen die Schweizer Immobilienaktien rund 17% im Plus. Auch die Performance der Immobilienfonds lässt sich mit knapp 12% sehen. Zwar ist das weniger als beim breiten Schweizer Aktienmarkt, denn der Swiss-Performance-Index (SPI) ist seit Ende 2018 bereits um 21% gestiegen. Allerdings sind die Immobilienaktien deutlich weniger schwankungsanfällig als die anderen Dividendentitel.

Dieser besonders defensive Charakter hat sich wieder einmal im vergangenen Jahr gezeigt. In der an den internationalen Börsen holprigen Periode Verlor der SPI rund 9%, der Real-Index dagegen nur 2%, die Fonds mit 5,3% etwas mehr. Auch generell sind Verluste bei den Immobilienanlagen seltener als am breiten Markt.

Und was für Anleger langfristig am wichtigsten ist: Die Renditen können sich ebenfalls sehen lassen. Über 15 Jahre gesehen haben die Immobilienaktien mit einer Rendite von durchschnittlich 8,9% pro Jahr sogar die Nase vorn. Der SPI bringt es auf 7,4% und die Immobilienfonds auf 5,7%. All das liest sich wie ein überzeugendes Bewerbungsschreiben für indirekte Immobilienanlagen. Die Frage muss aber lauten, wie lange das so weitergehen kann. Auf Dauer sollte es nämlich nicht möglich sein, höhere Renditen mit geringeren Risiken zu erzielen, wie es bei Schweizer Immobilienaktien im Vergleich mit dem Gesamtmarkt der Fall ist.

Folgen nun die mageren Jahre?

Diese Frage steht schon seit längerem im Raum. Ökonomen, die sie beantworten, weisen schon seit Jahren darauf hin, dass der Immobilienmarkt Zyklen unterliegt und dort auf die vielen fetten auch magere Jahre folgen werden. Neben der allgemeinen Konjunkturerwicklung spielen dabei die Zinsen eine wichtige Rolle. Das Tiefzinsumfeld hat zu steigenden Immobilienpreisen geführt, weil zahlreiche Investoren in grossem Stil Anleihen durch «Betongold» ersetzt haben.

Zwar sind die durch Mieterträge erzielten Renditen seit vielen Jahren schleichend rückläufig. Durch hohe Gewinne auf dem Wert der Liegenschaften wurde dieser Effekt jedoch überkompensiert, so dass er kaum ins Gewicht fiel. Nun gehen zahlreiche Experten davon aus, dass die Zinsen nicht noch weiter sinken werden und die Zeiten der Aufwertungen erst einmal



vorbei sind. Laut dem Beratungsunternehmen EY haben diese bei den Schweizer Immobiliengesellschaften 2018 im Durchschnitt immerhin noch 1,6% ausgemacht. Fällt diese Komponente weg, bedeutet das deutlich schmalere Gesamtrenditen als in den vergangenen Jahren.

Die UBS rechnet etwa für Mehrfamilienhäuser bis 2024 mit Einkommensrenditen von 3,3% pro Jahr. Bei der Wertentwicklung geht sie von leichten Korrekturen aus, so dass die mittlere (Median) Gesamtrendite bei 2% zu liegen kommen sollte. Nur durch den Einsatz von Fremdkapital lässt sich diese Gesamtrendite noch etwas steigern.

Allerdings gibt es solche Warnungen bereits seit längerem, und bisher sind die Zinsen nur vorübergehend und in begrenztem Umfang gestiegen. Derzeit befinden sie sich wieder auf historischen Tiefständen. Dadurch ist die für viele Investoren relevante Differenz zwischen den Ausschüttungsrenditen von indirekten Immobilienanlagen und jenen von zehnjährigen Bundesanleihen wieder merklich über 3 Prozentpunkte gestiegen und liegt damit auf Rekordniveau. Geht es nach der grossen Mehrheit der Experten, wird sich daran so schnell nichts fundamental ändern.

Aber selbst wenn man diesen Effekt berücksichtigt, dürften die hohen Renditen, an die sich die Anleger gewöhnt haben, erst einmal der Vergangenheit angehören. Im Immobilienmarkt ist nämlich nicht alles zum Besten bestellt. Durch den hohen Anlagedruck wurde viel gebaut, und im Bereich der Wohnliegenschaften nehmen die Leerstände seit geraumer Zeit zu. Damit steigt die Gefahr von Wertberichtigungen.

Steigende Leerstände als Gefahr

Ein solches Szenario würde dafür sprechen, dass der Anlagedruck kaum nachlassen und die Nachfrage durch institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen auf hohem Niveau verharren würde. Eine wichtigere Rolle dürfte deshalb mittelfristig der Entwicklung der Leerstände zukommen. Auf Dauer führt ein strukturelles Überangebot zumindest regional zu sinkenden Mieten und den erwähnten Wertberichtigungen. Die UBS spricht davon, dass sinkende Mieten steigende Zinsen als Risikotreiber ablösen werden.

Weniger ein Thema sind die Leerstände im Büromarkt. Hier gilt eine Eintrübung der Konjunktur als grösster Risikofaktor. Mit einer solchen scheinen die Anleger aber nicht zu rechnen. Diese Konstellation hat laut der Credit Suisse dazu geführt, dass Anleger in der jüngeren Vergangenheit vermehrt Gefässe nachgefragt haben, die einen hohen Anteil an Büroliegenschaften aufweisen. In der Tendenz trifft das eher auf Immobiliengesellschaften als auf Immobilienfonds zu. Das erkläre auch zu einem Teil das bessere Abschneiden der Immobilienaktien gegenüber den Immobilienfonds im Jahr 2018, vermutet die Grossbank.

Trotz dem Kursrally bei den indirekten Immobilienanlagen erscheinen ihre Bewertungen derzeit nicht übertrieben. Das gilt insbesondere für die Liegenschaftsfonds. Mitte Juli beträgt der durchschnittliche an der Börse gegenüber den Bewertungen der Immobilienportfolios gezahlte Aufpreis (Agio) 25%. Dieser Wert liegt deutlich unter den Höchstständen von 38%. Rein rechnerisch wäre ebenfalls etwas Raum nach oben gegeben, wenn man die langfristigen Zinssätze als alleinigen Bestimmungsfaktor des Agios bzw. der Fondspreise ansehen würde. In



einer solchen Betrachtung wäre ein Agio von über 30% gerechtfertigt. Auch bei den Immobilienaktien mutet das durchschnittliche Agio von 20% moderat an gegenüber dem Rekordwert von 33%.

Aber selbst wenn das Zinsniveau sich erwartungsgemäss nicht in Bälde spürbar nach oben bewegen wird, sind die indirekten Immobilienanlagen nicht gegen temporäre Rückschläge gefeit. Bei den Aktien ist in erster Linie an Schwächephase an den Börsen zu denken. Bei den Fonds sind es eher die umfangreichen Kapitalaufnahmen, die in dem Segment stattfinden. Erhöht einer sein Kapital oder wird ein neuer lanciert, schieben vor allem passive Anleger Gelder von anderen Gefässen um.

Tiefere Renditen absehbar

In den vergangenen beiden Jahren wurden jeweils Anteile über 3 Mrd. Fr. bei den Investoren platziert, wodurch die Preise der Immobilienfonds zeitweise belastet wurden. Teilweise ist es auch zu Verlagerungen von kotierten in nichtkotierte Gefässe gekommen. Zwar ist es für Immobiliengesellschaften und -fonds derzeit nicht leicht, an attraktive Objekte zu günstigen Preisen zu kommen, in den Portfolios finden sich jedoch meist genügend Liegenschaften, bei denen eine Sanierung oder gar eine Erweiterung sinnvoll ist. Es ist also nicht damit zu rechnen, dass die Kapitalaufnahme in dem Segment abrupt zurückgehen wird, zumal die Anlegernachfrage ungebrochen hoch ist.

All das zusammen deutet darauf hin, dass die Erfolgsgeschichte der indirekten Immobilienanlagen nicht so schnell zu Ende gehen wird. Am ehesten für eine Trendwende sorgen könnte ein nachhaltiger Anstieg der Zinsen, der aber auf absehbare Zeit sehr unwahrscheinlich ist. Vieles spricht dafür, dass die kommenden Jahre etwas weniger fett, aber noch nicht wirklich mager werden. Korrekturen, die auf Kapitalerhöhungen zurückzuführen sind, wären dann eher günstige Einstiegsmöglichkeiten. Im Auge behalten sollte man aber auch die Entwicklung der Leerstände. Investoren werden verstärkt darauf achten, welchen Immobiliengesellschaften und -fonds es gelingt, diese niedrig zu halten, ohne ihren Mietern grosse Konzessionen zu machen.

(Michael Schäfer)