

# Schweizer Renditeimmobilien: Attraktive Anlagen

**Direkt gehaltene Schweizer Renditeliegenschaften waren die einzige Anlageklasse, die auch im Schreckensjahr 2008 eine deutlich positive Gesamtrendite abwarf. Doch auch die indirekten Anlagegefässe in der Schweiz erwiesen sich als relativ stabile Anlage.**



*Von Dr. Christoph Zaborowski  
Partner Wüest & Partner AG*

Die hohen Total Returns, die während der letzten Jahre mit Anlagen in Renditeliegenschaften im Ausland zu erzielen waren, haben dazu geführt, dass Direktanlagen in Schweizer Liegenschaften über weite Strecken als ziemlich langweilig und uninteressant eingeschätzt wurden. Jetzt aber, wo viele Märkte von der Realität eingeholt wurden, hat die Schweiz als Hort der Stabilität im Immobilienbereich wieder deutlich an Attraktivität gewonnen. Denn die Schweizer Immobilien vermochten sich auch im vergangenen Jahr gut zu halten – vor allem im Vergleich zu den übrigen europäischen Ländern. Dies darf allerdings nicht dazu verleiten, die sich auch in der Schweiz abzeichnende Verschlechterung der Immobilienkonjunktur zu ignorieren.

## **2008: Weitere Wertsteigerungen in der Schweiz**

Trotz Finanzkrise verzeichneten die direkt gehaltenen Immobilien in der

Schweiz im vergangenen Jahr eine erfreuliche Performance. Zwar konnte das Ergebnis 2008 nicht nahtlos an das ausserordentlich gute Jahr 2007 anknüpfen; mit 6% Gesamtrendite über alle Liegenschaftenkategorien hinweg hielt sich der Rückgang allerdings in engen Grenzen.

Damit zeigt sich einmal mehr, dass sich die Schweizer Renditeliegenschaften bezüglich ihrer Performance im längerfristigen internationalen Vergleich nicht zu verstecken brauchen und die Gesamtrenditen sehr stabil sind. Nach den aktuellen Ergebnissen zur Immobilienperformance war die Schweiz hier im letzten Jahr sogar «Europameister». Besonders gut schnitt sie bei der Wertänderungstrendite ab. Diese fiel mit 1,2% zwar ebenfalls tiefer aus als im Vorjahr, wurde aber im internationalen Vergleich nur noch von der Wertsteigerung in Neuseeland übertroffen.

Dass sich die Wertänderungstrendite im Jahr 2008 über alle Gebäudearten hinweg reduzierte – dies nach einem ebenso klaren Aufwärtstrend in den vorangegangenen Jahren –, scheint jedoch ein Hinweis darauf zu sein, dass eine Trendwende vollzogen wurde und in den kommenden Monaten mit weiter sinkenden Wertänderungstrenditen zu rechnen sein wird.

## **Wohnliegenschaften als Hort der Stabilität**

Wie bereits 2007 wiesen die Retailliegenschaften auch 2008 die beste Performance auf. Allerdings hat sich die Differenz zum Wohnbereich erneut verringert. Die Nettocashflowrendite der Wohnliegenschaften konnte sich 2008 mit durchschnittlich 4,8% auf einem ähnlichen Niveau halten wie in den vorangegangenen Jahren. Die Wertänderungstrendite bewegte sich hier im gleichen Zeitraum, nach dem aussergewöhnlich guten Jahr 2007, mit

1,2% nur noch leicht über dem langjährigen Mittel. Im Vergleich mit den anderen Marktsegmenten wiesen die Wohnimmobilien in den letzten Jahren die geringsten Marktwertänderungen auf; diese überdurchschnittliche Stabilität dürfte sich gerade in der gegenwärtigen Rezessionsphase positiv auf den Total Return auswirken. So hat sich der Rendite-Gap zum Bürosegment – nicht zuletzt aufgrund der stabilen Cashflowsituation – bereits 2008 geschlossen, und es ist zu erwarten, dass sich dieser Gap 2009 auch gegenüber allen anderen Direktanlage-segmenten verringern bzw. schliessen wird.

## **Praktisch weltweite Erosion der Immobilienwerte**

Durch die Finanzmarktkrise und das Platzen der Immobilienblasen in verschiedenen Ländern haben 2008 die Marktwerte direkt gehaltener Immobilien praktisch weltweit stark nach unten tendiert. Gemäss den von IPD publizierten Zahlen korrigierten die Werte am stärksten in Grossbritannien mit einem Rückgang von über 25%. Die Immobilienkrise hat 2008 aber nicht nur Grossbritannien und die USA (–11,2%) getroffen. Die steigende Unsicherheit spiegelt sich auch in Märkten wie Australien mit –4,3%, Kanada mit –2,3% oder in den skandinavischen Ländern wie Schweden mit –7,9%.

Ausnahmen sind Länder, die in den vergangenen Jahren eine eher unterdurchschnittliche Wertentwicklung – und damit auch eine unterdurchschnittliche Gesamtrendite – aufwiesen, wie eben die Schweiz und auch Deutschland.

## **Kurse indirekter Anlagen überschossen**

Die Performanceentwicklung indirekter Immobilienanlagen unterschied sich

weltweit lange Jahre kaum von jener der Direktanlagen. Ab 2004 kam es in diesem Anlagesegment jedoch bei den Immobilienaktien in vielen Ländern zu einer beachtlichen Börsenrally. Innerhalb von nur 3 Jahren waren Kursanstiege von 400% und mehr zu beobachten. Gleichzeitig mit dem Platzen der Subprime-Blase in den USA gerieten die Kurse aber vielerorts ins Rutschen, und der Abwärtstrend hielt 2008 an. Bis ins Frühjahr 2009 korrigierten die Kurse in den meisten Ländern auf ein Niveau, das teilweise unter jenem vor 5 Jahren lag. Nicht nur in den USA, sondern auch in Grossbritannien, Spanien oder Frankreich zeigte die Entwicklung bei den Immobilienaktien der letzten Jahre deutlich spekulative Züge.

Ein Vergleich der Wertänderungsrenditen der direkt gehaltenen Immobilien mit der Kursentwicklung der indirekten Immobilienanlagen zeigt, dass bei letzteren die Erwartungshaltung von ausschlaggebender Bedeutung war. Die effektiven Wertänderungen der Liegenschaften, welche die Immobilienaktiengesellschaften im Portfolio hielten, waren zwischen 2004 und 2007 zwar beachtlich, jedoch nicht annähernd so gross wie der Anstieg der Börsenkurse. Die Erwartung von zukünftig steigenden Immobilienwerten trieb die Kurse teils explosionsartig in die Höhe.

Die Korrektur erfolgte in den letzten beiden Jahren entsprechend heftig. Und was während der Aufwärtsbewegung galt, gilt nun auch in der Abwärtsbewegung: Die Ausschläge bei den indirekten Immobilienanlagen sind wesentlich grösser als jene bei den direkt gehaltenen Immobilien. Dabei gibt es einen Zusammenhang zwischen der Performance von indirekten und direkten Immobilienanlagen. Länder mit einem negativen Kursverlauf bei den Immobilienaktien wiesen 2008 tendenziell auch eine negative Wertänderung bei den Direktanlagen auf.

In der Tendenz ist dieser Zusammenhang auch in der Schweiz zu beobachten. Zwar verzeichneten die Immobilienaktien hierzulande ebenfalls Kursverluste, sie hielten sich mit einem Minus von 15% im Jahr 2008 aber vergleichsweise im Rahmen. Ganz wie

bei den direkten Immobilienanlagen gehörten Anleger in Schweizer Immobilien auch bei den indirekten Anlagegefässen zu den «Gewinnern». So verlor beispielsweise der spanische Immobilienaktienindex in derselben Zeitspanne über 80% an Wert, Australien und Deutschland verzeichneten ein Minus von rund 60%.

#### **Kein Vorlaufindikator**

Durch die Korrektur bei den indirekten Immobilienanlagen haben sich die heutigen Kurse in der Schweiz wieder stärker dem Net Asset Value (NAV) angenähert. Die Entwicklung der letzten Jahre zeigt, dass der liquidere Markt der indirekten Anlagen aus mehreren Gründen nicht als Vorlaufindikator für die Entwicklung der direkten Anlagerenditen dienen kann: Die Kurse der indirekten Anlagen reflektieren die Erwartungshaltung der (Aktien-)Investoren und sind nicht nur Folge einer realwirtschaftlichen Entwicklung. Zudem zeigt sich, dass die Korrelation zwischen Börsenindizes und Immobilienaktienindizes in Phasen volatiler Börsenkurse höher ist als in Phasen mit geringeren Kursausschlägen. So korrelierte der WUPIX-A, der Schweizer Immobilienaktienindex, im Jahr 2008 zu rund 60% mit dem SMI, während die Korrelation in früheren Jahren bei lediglich rund 40% lag. Im allgemeinen Abwärtssog eines Bärenmarktes werden anscheinend alle Anlagemög-

lichkeiten in den gleichen Topf geworfen. Die Diversifikation eines Anlageportfolios mit Hilfe von Immobilienaktien funktioniert deshalb in erster Linie bei stabiler Marktentwicklung; der Diversifikationseffekt schwächt sich in turbulenten Zeiten deutlich ab. Diese Aussage gilt im heutigen Marktumfeld erst recht für Gesellschaften, die mit viel Fremdkapital operieren.

#### **Fremdfinanzierungsquote mitentscheidend**

Die Kurse der Schweizer Immobilienfonds erwiesen sich trotz erheblicher Kursverluste der Immobilienaktien im Jahr 2008 mit einem durchschnittlichen Minus von 2,5% als relativ stabil. Dafür gibt es mehrere Gründe: Einerseits sind die Schweizer Immobilienfonds mehrheitlich im vergleichsweise stabilen Wohnungsmarkt investiert, während Portfolios, die hinter den Immobilienaktien stehen, zum grossen Teil auf Geschäftsliegenschaften basieren. Weiter arbeiten die Fonds in der Regel mit einer sehr geringen Fremdfinanzierungsquote. Und schliesslich sind in den Immobilienfonds viele Pensionskassen mit einem langen Zeithorizont investiert. Gerade langfristig orientierte Anleger werden in Zeiten der grössten Verunsicherung und Wertverluste in praktisch allen Assetklassen ihr Geld nicht aus dem stabilsten Investment abziehen.

*www.wuestundpartner.com* ●