

Betongold mit zwei Gesichtern

Die Aussichten für Immobilienaktien und -fonds lassen sich nicht über einen Kamm scheren

MICHAEL SCHÄFER

Ungeachtet der Corona-Pandemie und ihren auch für die Wirtschaft schweren Folgen sind die Preise für Eigenheime in der Schweiz im vergangenen Jahr spürbar gestiegen. Im landesweiten Mittel verteuerten sich Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen laut dem Bundesamt für Statistik um je gut 3%. Während sich grundsätzlich freuen kann, wer bereits in den eigenen vier Wänden wohnt, sind das weniger erfreuliche Nachrichten für Haushalte, die gerade eine Immobilie erwerben wollen. Ebenfalls durchwachsen präsentiert sich das Bild aus Sicht der Anleger, die indirekt in Immobilien investiert haben.

Höheres Risiko rentierte wenig

Mehr als glimpflich sind bisher Schweizer Immobilienfonds durch die Krise gekommen. Im vergangenen Jahr generierten sie gemessen am SXI-Real-Estate-Funds-Index (Swiit-Index) eine durchschnittliche Rendite von stolzen 11%, und das nach einem noch aussergewöhnlicheren 2019, in dem sie fast 21% zugelegt hatten. Im laufenden Jahr sind diese Gewinne mit einem Minus von rund 2% wieder leicht abgeschmolzen.

Anders präsentieren sich dagegen die Aktien der Schweizer Immobiliengesellschaften. Im Corona-Jahr 2020 haben sie knapp 7% eingebüsst und seit Jahresbeginn nochmals 1%. Unter dem Strich ergibt sich ein grosser Unterschied: Während die Immobilienfonds den Kurseinbruch vom Februar des vergangenen Jahres längst wieder eingeholt und neue Höchststände erreicht haben, bewegen sich die Immobilienaktien seit einem Jahr mehr oder minder seitwärts.

Im Ergebnis ist die Schere, die sich zwischen den beiden Anlageformen bis Ende 2019 geöffnet hatte, fast wieder geschlossen. Auf Sicht von fünf Jahren hat sich das vergleichsweise höhere Risiko der Immobilienaktien kaum ausgezahlt. Zwei Fragen drängen sich auf: Wird sich die relative Stärke der Fonds gegenüber den Aktien noch länger fortsetzen, und wie sind die allgemeinen Aussichten für die indirekten Immobilienanlagen?

Frühzyklische Titel gefragt

Hinter den unterschiedlichen Reaktionen stecken mehrere Gründe: Erstens hatten die Immobilienaktien vor dem Kurseinbruch zu Beginn der Corona-Krise gerade einen ungewöhnlich steilen Höhenflug hinter sich. Zweitens arbeiten die Immobiliengesellschaften mit einer höheren Fremdkapitalquote als die -fonds. Kurskorrekturen an der Börse schlagen so stärker durch, ebenso wie die höheren Zinsen auf die Finanzierungskosten.

Drittens sind Immobilienaktien im gegenwärtigen Börsenumfeld als sogenannte Spätzykliker weniger stark gefragt. «Derzeit setzen die Investoren angesichts der erwarteten Wirtschaftserholung vermehrt auf Titel von Unternehmen, die in einer frühen Phase des Konjunkturzyklus überdurchschnittlich profitieren», sagt Johannes Schwab, Fondsmanager bei Swiss Finance & Property. Auch der jüngst schwächer tendierende Franken mag verantwortlich sein, dass sich der eine oder andere ausländische Investor bei den beiden grossen Immobilientiteln Swiss Prime Site (SPS) und PSP Swiss Property zurückhält, vermutet Schwab.

Mietausfälle variieren stark

Und viertens sind die Liegenschaftensportfolios der Immobilienfirmen stärker von durch die Pandemie bedingten Mietausfällen tangiert als jene der -fonds. Die Immobiliengesellschaften halten in ihren Portfolios im Mittel einen spürbar höheren Anteil in den von der Corona-Pandemie besonders betroffenen Segmenten Hotels, Gastronomie und Retail. Auch Büroobjekte sind in



So schön der Ausblick aus dem Luzerner «Schweizerhof» ist – Stadthotels spüren die Auswirkungen der Corona-Pandemie besonders deutlich.

ANNICK RAMP / NZZ

Die Schere hat sich weitgehend wieder geschlossen

Indexiert, 14. 3. 2016 = 100



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ / met.

ihnen stärker gewichtet. Lediglich im Bereich Wohnen, der von der Pandemie völlig verschont blieb, haben die Fonds die Nase deutlich vorn.

Der Ertrags-Mix und die Mietausfälle variieren aber stark. So weist das Börsenschwergewicht Swiss Prime Site (SPS) nicht nur Covid-19-bedingte Mietausfälle aus, sondern auch einen markanten Verlust auf dem selbst geführten Einzelhändler Jelmoli. Bei Mobimo und Zug Estates sind im Quervergleich ebenfalls erhöhte Mietausfälle zu verzeichnen. Zug Estates beispielsweise ist durch den operativen Betrieb zweier Hotels in Zug direkt von Betriebsverlusten betroffen. Titel mit starkem Fokus auf Wohnen, wie Investis, Piazza oder Fundamenta, verzeichnen dagegen praktisch keinen pandemiebedingten Mietausfall.

Ähnliche Unterschiede zeigen sich auch bei den Fonds. Wie deren veröffentlichte Ergebnisse zeigen, war vor allem der Hospitality Fund der Credit Suisse (CS), der zu fast 80% in den Segmenten Hotels und Gastronomie inves-

tiert ist, von reduzierten Mieteinnahmen betroffen. Während hier mehr als 17% gegenüber dem Soll fehlten, resultierten in den anderen Gefässen deutlich geringere Einbussen. Im tiefen einstelligen Prozentbereich war das noch beim CS Living Plus und dem CS Green Property sowie dem Schroder ImmoPlus der Fall, bei den meisten anderen Fonds fielen sie kaum ins Gewicht.

Fonds spüren Leerstandsquote

Für das laufende Jahr erwartet Schwab eine ähnliche Entwicklung bei den Mietausfällen im Segment Hospitality (Hotel, Gastro, Freizeit) wie im vergangenen Jahr. Erst danach werde sich die Normalisierung in den Zahlen spürbar niederschlagen. Allerdings führt die Credit Suisse in ihrer jüngsten Studie zum Schweizer Immobilienmarkt an, «dass die Pandemie zu einer Verunsicherung der künftigen Nachfrage nach Geschäftsflächen geführt» hat.

Auch bei den Büros sei noch nicht absehbar, ob ein allenfalls dauerhaft höhe-

rer Home-Office-Anteil gegenüber der Zeit vor Corona zu einer schwächeren Nachfrage führen werde, sagt Schwab. Bisher gebe es nur wenige Brennpunkte, wie etwa Zürich Nord oder in Genf, wo zu viele neue Flächen zu schnell auf den Markt kämen und lokal zu einem signifikanten Überangebot führten.

Um moderne Objekte an gut erschlossenen Lagen macht sich der Fondsmanager keine Sorgen. Sollte die Nachfrage aber langfristig spürbar nachlassen, würden die Mieten vielerorts unter Druck kommen. Auch das von den Anlegern stark favorisierte Wohnsegment ist nicht ohne Risiken, wie die CS in ihrer Studie schreibt. Die

Während die Immobilienfonds den Kurseinbruch vom Februar des vergangenen Jahres längst wieder eingeholt haben, bewegen sich die Immobilienaktien seit einem Jahr mehr oder minder seitwärts.

hohen Produktionszahlen an Mietwohnungen haben zu einem Anstieg der Leerstandsquote geführt, der auch an den Portfolios der Fonds nicht spurlos vorübergeht.

Vor diesem Hintergrund verweisen die Immobilienexperten der CS auf die stattlichen Agios der Fonds. Im Durchschnitt werden sie derzeit mit einem Aufpreis von rund 36% gegenüber den geschätzten Liegenschaftswerten gehandelt, jüngst hatte der Wert sogar über 40% gelegen. Im historischen Vergleich ist das ein hohes Niveau, insbesondere wenn man die in den vergangenen Monaten gestiegenen Zinsen in Betracht zieht.

Grosser Hunger auf neues Geld

Dieser Durchschnittswert sei jedoch wenig aussagefähig, sagt Schwab. Ausschlaggebend sei die jeweilige Konstellation der einzelnen Fonds. Bei einigen Gefässen relativiere sich der hohe Aufpreis, weil die Objekte sehr konservativ bewertet sind. Vorsicht sei vor allem bei Fonds geboten, die eine klar unterdurchschnittliche Dividende von weniger als 2% aufweisen und bei denen keine Steigerung der Ausschüttung zu erwarten ist.

Bei diesen Titeln sei die Gefahr von Kursverlusten im Fall eines weiteren Anstiegs der Anleiherenditen besonders hoch. Kritisch könne es auch für Fonds werden, die schon seit mehreren Jahren mehr an Dividende auszahlen, als sie operativ verdienen. Im Vergleich mit Obligationen seien die Immobilienfonds angesichts einer durchschnittlichen Dividendenrendite, die gut 2,6 Prozentpunkte über der Rendite von zehnjährigen Eidgenossen liegt, aber weiterhin attraktiv.

Vor die Wahl zwischen Immobilienfonds und -aktien gestellt, tendiert Schwab derzeit zu Letzteren. Neben der weniger extremen Bewertung spreche für sie auch der niedrigere Kapitalbedarf. Traditionell führen Immobilienfonds im zweiten Quartal reihenweise Kapitalerhöhungen durch, die zu einem Druck auf die Kurse führen.

Allein in den nächsten drei Monaten sei die Aufnahme von 700 Mio. Fr. geplant. Zudem suche auch das Segment der Immobilienstiftungen neue Gelder in Höhe von rund 500 Mio. Fr., was sich bei den Notierungen der Fonds ebenfalls bemerkbar machen könne. Last, but not least bestünden bei den Aktien trotz den genannten Unwägbarkeiten insgesamt bessere Aussichten auf kontinuierlich steigende Dividenden.