

Immobilienfonds auf Achterbahnfahrt

Der Ausblick bleibt nach enttäuschendem 2018 und fulminantem Jahresstart intakt

MICHAEL SCHÄFER

Riskante Anlagen, allen voran Aktien, haben in den vergangenen Wochen eine veritable Achterbahnfahrt hingelegt. Auf einen katastrophalen Dezember folgte eine ebenso starke Gegenbewegung. In etwas abgeänderter Form gilt das auch für Schweizer Immobilienfonds. Zwar fiel der Einbruch im Dezember weniger stark aus als am Aktienmarkt, aber am Ende eines bewegten Jahres stand ein Verlust von 5,2% zu Buche.

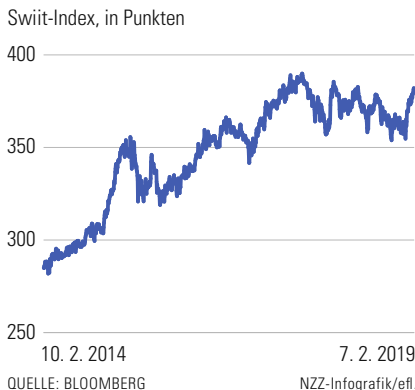
Für die Anlageklasse ist das ein ungeohnt schwerer Rückschlag, 2018 war denn auch das schlechteste der vergangenen 20 Jahre. Seit Jahresbeginn wurde dieser Verlust mit einem Plus von rund 6% jedoch bereits wieder überkompensiert. Wie lässt sich dieses unübliche Auf und Ab erklären – und was bedeutet das für die künftigen Aussichten der gerade bei Pensionskassen beliebten Gefässe?

Zinssorgen

Für Johannes Schwab von Swiss Finance & Property sind es zwei Faktoren, die für das schwache Abschneiden 2018 verantwortlich sind. In der ersten Jahreshälfte seien es vor allem Zinssorgen gewesen, die die Kurse der Immobilienfonds gedrückt hätten. Höhere Zinsen führen nicht nur zu einer tieferen Bewertung von Immobilien, sondern verschlechtern auch deren Attraktivität für Anleger im Vergleich zu Anleihen.

In der zweiten Jahreshälfte waren es die hohen Volumen an Kapitalerhöhungen, die die Immobilienfonds durchgeführt haben. Allein im Dezember haben bestehende – kotierte und nicht kotierte – Immobilienfonds weit mehr als 1 Mrd. Fr. aufgenommen. Institutionelle Investoren nutzen das Angebot nicht kotierter Fonds, die ohne Aufpreis zu ihrem Inventarwert erhältlich sind, und schichten Anlagen zulasten kotierter

Knapp unter dem Rekordwert



QUELLE: BLOOMBERG

NZZ-Infografik/eff.

Fonds um. Indexorientierte Anleger sind zu Umschichtungen veranlasst, wenn kotierte Fonds Emissionen durchführen. Ähnlich sieht es Ken Kagerer von der Zürcher Kantonalbank, der angesichts der aussergewöhnlichen Emissionsvolumen von einer vornehmlich «technischen Korrektur» spricht. Dazu beigetragen habe aber auch die generelle konjunkturelle Unsicherheit zum Jahresende. Da zu Jahresbeginn traditionell wenige Kapitalerhöhungen anstünden, sei der Weg frei für eine Erholung gewesen. Zumal sich die Aufpreise (Agios), die an der Börse im Vergleich zu den von Bewertern ermittelten Liegenschaftswerten gezahlt werden, deutlich reduziert haben. Zum Jahresende betrug das durchschnittliche Agio der Schweizer Immobilienfonds laut Zahlen der Credit Suisse nur noch 15,6%. Das ist der tiefste Wert in rund fünf Jahren, zum Vorjahreszeitpunkt hatte er noch bei 28,3% gelegen.

Nach dem rasanten Kursanstieg in den ersten Wochen des neuen Jahres notiert der Swiit-Index, in dem die kotierten Immobilienfonds zusammengefasst sind, nur knapp unterhalb seines Rekordstands aus dem Jahr 2017. Damals galten die Gefässe als sehr teuer, die Si-

tuation ist nun aber eine andere. Die Liegenschaftensportfolios der Fonds sind heute aufgrund von Zukäufen und Optimierung mehr wert als damals. Trotz dem jüngsten Kursrally beträgt das durchschnittliche Agio heute rund 21%.

Mieten vielerorts unter Druck

Das ist zwar mehr als der langjährige Durchschnitt, der bei 16% liegt. Angesichts der tiefen Zinsen sind Immobilien aber vor allem für institutionelle Anleger weiterhin attraktiv. Die Ausschüttungsrendite der Fonds liegt gut 3 Prozentpunkte über der Rendite von zehnjährigen Eidgenossen. Diese Differenz liegt nur knapp unter dem Niveau von 2016.

Selbst wenn man die besonderen Umstände des Niedrigzinsumfelds berücksichtige, wären höhere Preise beziehungsweise höhere Agios gerechtfertigt, sagt Schwab. Eine mögliche Interpretation wäre aber auch, dass der Markt auf dem derzeitigen Niveau eine gewisse Normalisierung der Zinsen erwartet. Die heute gezahlten Agios würden zehnjährige Eidgenossen-Renditen von 1% rechtfertigen. Eine entscheidende Rolle spielt auch die Verfassung des Liegenschaftensmarkts. Dort ist die Boomphase längst vorbei, die Mieten befinden sich vielerorts unter Druck. Allerdings gibt Kagerer zu bedenken, dass die in den Fonds befindlichen Objekte häufig eine überdurchschnittliche Qualität aufweisen und weniger von dieser Entwicklung betroffen sind.

Obwohl das Segment bei weitem nicht als überteuert erscheint, empfehlen Schwab und Kagerer Investoren, auf eine hohe Qualität zu achten und selektiv vorzugehen. Kommt es zu keiner Überraschung an der Zinsfront, dürften die grössten Störfeuer auch 2019 wieder von Kapitalerhöhungen und Neukotierungen ausgehen. Hier stehen nämlich schon wieder etliche Anbieter in den Startlöchern.