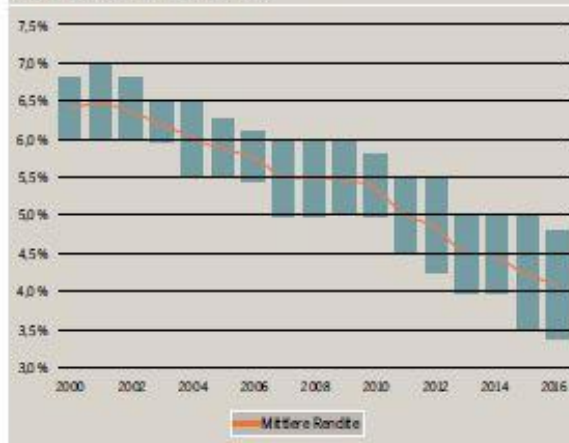


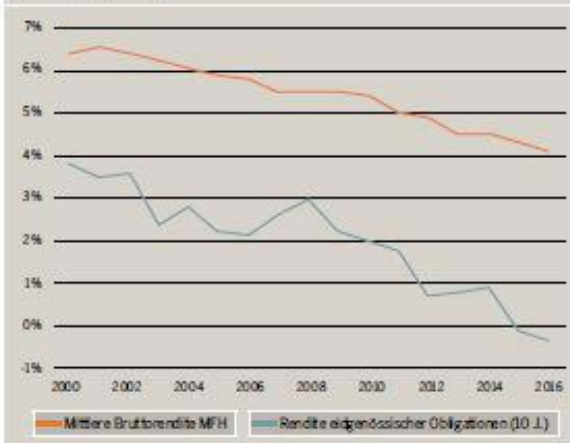
# Immobilien bleiben attraktiv

Vor dem Hintergrund des herrschenden Anlagedrucks und der anhaltend tiefen Zinsen erfreuen sich sowohl direkte als auch indirekte Immobilienanlagen seit einigen Jahren grosser Beliebtheit. Daran dürfte sich in den kommenden zwei Jahren kaum etwas ändern.

**AKTUELLE BRUTTORENDITEN MFH (NEUBAU)**  
Quelle: HEV Schweiz (Immobilienmagazin)



**RISIKOPRÄMIE BEI IMMOBILIENANLAGEN**  
Quelle: SNI, HEV Schweiz



DOMINIK MATTER\*

**HÖHERE LIQUIDITÄT.** Indirekte Immobilienanlagen bieten Kleinanlegern die Möglichkeit, mit geringem Mitteleinsatz am Cashflow und an der Wertentwicklung eines grossen Portfolios teilzuhaben. Aber auch für Grossinvestoren sind diese Instrumente attraktiv, da sie im Vergleich zu Direktanlagen eine wesentlich höhere Liquidität aufweisen. Zudem erlauben sie die Beteiligung an Märkten, ohne dass der Investor marktspezifisches Know-how aufbauen muss.

Auch wenn sich indirekte Anlagen aus den oben genannten Gründen teilweise anders entwickeln als direkte Anlagen, ist die Performance von indirekten Anlagen letztlich aber – zumindest mittel- und langfristig – abhängig von den Verhältnissen auf den Märkten für Direktanlagen.

**ÜBERHITZUNGSGEFAHR AUF DEN MÄRKTEN FÜR RENDITELIEGENSCHAFTEN.** Nachdem sich die Situation auf den Wohneigentumsmärkten

etwas beruhigt hat, geraten zunehmend die Märkte für Renditeliegenschaften, insbesondere Mehrfamilienhäuser (MFH), in den Fokus der Überhitzungsdiskussion. Dabei sind es weniger die

**» Auf den Märkten für Renditeliegenschaften, insbesondere Mehrfamilienhäusern, steigt die Gefahr einer Überhitzung.«**

erneut gesunkenen Anfangsrenditen bei MFH-Transaktionen oder der anhaltend wachsende Gap zwischen der Entwicklung der Marktwerte und der Ertragssituation. Diese Tendenzen können mit fundamentalen Faktoren, namentlich dem Mangel an Alternativenanlagen bei gleichzeitig hohem Geldzufluss, erklärt werden. Wenn, dann ist dies Folge einer allgemeinen Kapitalmarktblase.

Zur Sorge Anlass geben vielmehr die sich verdichtenden Anzeichen für eine Überproduktion: Wird ein Gut produziert, obwohl keine Nachfrage danach besteht, so ist dies eine der Voraussetzungen für eine Blasenbildung. Ein Blick auf die Entwicklung der Leerstände in den vergangenen drei Jahren vermittelt den Eindruck, der Hauptgrund für die anhaltend hohe Bautätigkeit im Mietwohnungsbereich sei weniger die steigende Nachfrage, sondern der Anlagedruck der Investoren.

Seit einigen Jahren beobachtet FPRE eine Verschiebung der Nachfrage nach Renditeliegenschaften von zentralen Standorten in die Peripherie. Der Grund für die Verschiebung ist einerseits der Wunsch nach einer höheren Rendite, andererseits die Tatsache, dass Investitionsobjekte in Zentrumsnähe nur noch schwer zu finden sind, bzw. nur zu exorbitanten Preisen akquiriert werden können. Nun scheint es so, als ob die Bereitschaft der Investoren, auch in peripheren Gebieten Immobilien zu erwerben, zur Produktion von Wohnungen ohne Rücksicht auf die aktuelle und kurzfristig zu erwartende Nachfrage führt. Langfristig dürfte die Nachfrage aber auch in der Peripherie vorhanden sein, da die Reserven in den zentrumsnahen Regionen zu gering sind und der politische Wille zu verstärkter Verdichtung in diesen Regionen angezweifelt werden kann.

ANZUGE

[www.visualisierung.ch](http://www.visualisierung.ch)

**WEITER STEIGENDE MARKTWERTE.** Auch wenn – insbesondere in der Peripherie – von bestenfalls stabilen Erträgen auszugehen ist, werden die Preise für MFH weiter steigen, bzw. die Renditen weiter sinken. Dies erwarten nicht nur die Teilnehmer der vom Schweizer Hauseigentümergebiet und Fahrländer Partner durchgeführten Immobilienumfrage, sondern dies lässt sich auch mit den aktuellen Verhältnissen auf dem Transaktionsmarkt begründen.

Bei der Bewertung von Renditeliegenschaften mittels der Ertragswertmethode spielt die Verzinsungserwartung der Investoren eine entscheidende Rolle. Oft wird diese so angenähert, dass auf den risikolosen Zinssatz – üblicherweise die Rendite langfristiger Bundesobligationen – eine Risikoprämie geschlagen wird, die das höhere Risiko einer Anlage in Immobilien ge-

genüber einer Anlage in Bundesobligationen abbildet. A priori ist diese Risikoprämie schwierig zu bestimmen, aber «a posteriori» kann sie aus dem Verlauf der Renditen von Immobilienanlagen und Bundesobligationen abgelesen werden.

Die Differenz zwischen der Rendite der 10-jährigen Bundesobligation und der mittleren Bruttorendite bei MFH-Transaktionen – die Risikoprämie – lag am Anfang des Jahrtausends bei ungefähr 2,5%. Seither sind die Renditen der Bundesobligationen deutlich schneller gesunken als die Verzinsungserwartungen der Immobilieninvestoren. Die Risikoprämie liegt aktuell bei mehr als 4 Prozentpunkten.

Dies bedeutet einerseits, dass selbst bei steigenden Zinsen die Preise von MFH kaum reagieren werden, da in der heutigen Risikoprämie ein grosser Puffer enthalten ist. Erst wenn die Risikoprämie auf 2,5%

sinkt, bzw. wenn die Rendite der Bundesobligation auf etwa 1,8% steigt, haben die Investoren einen Grund, ihre Verzinsungserwartungen anzupassen.

Nun ist es aus heutiger Sicht aber sehr unwahrscheinlich, dass es mittelfristig zu einem deutlichen generellen Zinsanstieg kommt, sondern es ist von konstant tiefen Zinsen auszugehen. In dieser Situation können die Anfangsrenditen bei MFH-Transaktionen aber noch deutlich nachgeben, denn erst bei einer Rendite von 2,5% hat die Risikoprämie das Niveau des Jahres 2000 erreicht. ●



**DOMINIK MATTER**  
Der Autor ist Ökonom und Partner bei  
Fahrländer Partner AG.