



SWISS  
*real estate*

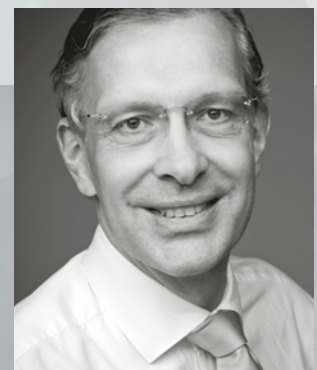
---

YEARBOOK 2018

IMMOBILIENMARKT

# NEUE REALITÄTEN

*Konvergenz der Märkte schafft neues Umfeld für Immobilien*



**DR. STEPHAN KLOESS**  
Gründer und Geschäftsführer  
KRE KloessRealEstate

*Immobilienmarkt: Neue Realitäten*

Politisch, geldpolitisch wie wirtschaftlich befinden sich Anleger auf den Immobilienmärkten in einem zunehmend anspruchsvollen Umfeld. Die Attraktivität von Immobilien ist ungebrochen und wird aller Wahrscheinlichkeit nach anhalten. Doch Beurteilungsrahmen, Ziele und Anforderungen an Auswahl und Management der Investitionen werden sich ändern. Die Erträge und Werte definierenden Fundamentaldaten und das Handwerk des Immobilienmanagements werden wieder in den Fokus rücken.



# «Die Konvergenz der Märkte schafft ein neues Umfeld für Immobilien.»

## LÄNGERFRISTIG VERÄNDERTE RAHMENBEDINGUNGEN

Der Blick auf die Entwicklung der langfristigen Zinsen in den für institutionelle Immobilieninvestments relevanten Märkten, ab Mitte der 80er-Jahre beginnend in den USA, zeigt eine eindeutige Tendenz: Sinkend. Der Blick auf die Entwicklung der Immobilienrenditen national wie international zeigt ebenfalls eine eindeutige Tendenz: Sinkend. Dabei sind einzelne Staaten wie beispielsweise die Schweiz dieser Entwicklung leicht verzögert gefolgt.

Selbstverständlich gab es die Korrekturphasen 2000 und 2008. Betrachtet man diese über einen langen Zeitraum, kann konstatiert werden, dass erstens die Erholungen schnell eingesetzt haben und es sich aus Sicht der Zinsentwicklung lediglich um ein «kleineres Aufstossen» gehandelt hat. Bereits Anfang der 1990er-Jahre begann die FED auf «leichtes Geld» als Massnahme zur Sicherung der Preisstabilität zu setzen. Um die amerikanische Konjunktur zu festigen, wurde diese Politik 2000, als die «New-Economy-Blase» platzte, noch verstärkt. 2008 in der «Subprime»-Krise zeigten die Notenbanken die gleiche Reaktion. Gerettet wurden Banken und nachfolgend Staaten bis heute mit «billigem Geld». Begünstigt wurde die Krise in 2008 durch das bereits vorab herrschende niedrige Zinsniveau. International sucht zeitgleich eine steigende «wall of money» aus Vorsorge- und Staatsfondsgeldern weiter global nach Anlagechancen.

Dies in einem Umfeld sich verlängernder Zyklen, technischen Fortschritts der Marktein- und -austrittsgeschwindigkeit erhöht, einer Demografie, die in Industrieländern nicht mehr signifikant zum Wachstum beiträgt und in dem Wachstumsraten der Produktivität unter Druck kommen. Gleichzeitig werden politische und finanzwirtschaft-

liche Strukturanpassungen nicht oder nur zögerlich durchgeführt.

Aktuell gibt es damit weder strukturell noch politisch Gründe, die Zinsen signifikant anzuheben. Staaten haben hieran aus unterschiedlichen Gründen kein Interesse. Zudem würde es den einen oder anderen Staatshaushalt sprengen. Die Wirtschaft wächst, Staaten belassen die Schulden oder bauen sie weiter aus und die Anleger erwirtschaften – nicht immer risikoadjustiert – knapp ihre Zielrenditen.

In die Zukunft gerichtet heisst dies: Die Zinsen bleiben niedrig, Immobilien als Anlage attraktiv, die Renditen niedrig. Die Assetklasse dient als Überlaufbecken anderer Anlageklassen. Weiter hat ihr hybrider Charakter aus Aktie und Obligation den Charme, dass Investoren je nach Risikoappetit den Fokus auf Wert- oder Ertragsgenerierung legen können. Die beiden Märkte, die diese Charakteristik abbilden, sind jedoch in der Entwicklung voneinander abgekoppelt und folgen anderen Mechanismen.

## KAPITALMÄRKTE SENKEN IHRE ANFORDERUNGEN AN DIE RENDITEN

Der Rahmen auf dem Kapitalmarkt bildet das Umfeld für mögliche Verzinsungsansprüche der Investoren. Diese führen kombiniert mit aktuellen Transaktionspreisen zu künftig möglichen Renditen. Niedrige und flache Zinsstrukturkurven sowie mangelnde risikoadjustierte Alternativen haben Schweizer wie internationale Investoren ihre Renditeanforderungen an die Immobilie kontinuierlich senken lassen. Über die relevanten Märkte kann man festhalten, dass der Spread zwischen jeweiliger 10-jähriger Staatsanleihe und den CapRates zwischen 150 und 300 bp liegt. Wird eine Differenz von 200 bp als Daumenregel für einen «attraktiven Abstand» angesehen, existieren

immer noch diverse Märkte, in denen der Spread historisch hoch ist. Dies vor allem, wenn die Betrachtung regional und sektoral differenziert durchgeführt wird. Nichtsdestotrotz zeigt das aktuelle Niveau, dass nicht viel Platz für weitere Renditesenkungen vorhanden ist.

Für indirekte Auslandsinvestitionen haben die Schweizer Investoren von der früher geforderten «Risikoprämie» ca. 100 bp über der Schweizer Rendite Abstand genommen. Aktuell überwiegen die Vorteile, den Zugang zu Märkten zu erhalten, die grösser sowie liquider sind und die einen positiven Diversifikationsbeitrag leisten.

Der Rahmen hat sich geändert und es ist wahrscheinlich, dass wir unser Verhältnis zur Rendite überdenken dürfen. Welche Werte stellen wir in den Vordergrund und welche Zeiträume betrachten wir. Es wird deutlich, dass künftige Wertsteigerungen nicht mehr sinnvoll aus der Senkung von Verzinsungsansprüchen kommen können, sondern nur noch aus nachhaltigen Mieterträgen. Langfristige Investoren priorisieren künftig mehr die Ertrags- als die Wertkomponente – idealerweise über den nächsten Zyklus hinweg.

## FUNDAMENTALDATEN AUF DEN MIETMÄRKTEN RÜCKEN IN DEN FOKUS

Die oben beschriebenen Entwicklungen haben steigende Anforderungen an Auswahl und Management des Investments zur Folge. Entscheidender Fundamentalwert, der Einfluss über den Ertrag auf den Wert hat, ist Höhe und Nachhaltigkeit des Mietzinses. Damit rücken Qualität und Liquidität der Fläche in den Fokus: Den Produktionsfaktor von Erträgen und Werten.

Die Liquidität hängt nicht nur von Angebot und Nachfrage ab. Sie wird bestimmt von Lage, Güte, Beschaffenheit sowie Flexi-

bilität und technischer Ausstattung der Fläche für eine definierte Zielgruppe. In kommerziellen Märkten war die Bonität des Mieters im Fokus. Aufgrund sich dynamisch entwickelnder Geschäftsmodelle und Branchen ist diese in den Hintergrund geraten. Mietverträge werden kürzer und Bonitäten sind immer schwerer einzuschätzen. Liquide Flächen sichern kurze Wiedervermietungszeiten und nachhaltige Mieterträge.

Wenn sinkende Renditen der letzten Jahre mit zunehmend niedrigeren Verzinsungsanforderungen begründet wurden, besteht aktuell die Gefahr, dass Investments wieder – wie 2006/07 – mit Potenzialen künftiger Mietentwicklungen «schöngerechnet» werden. Leerstände und kurze durchschnittliche Mietvertragslaufzeiten beinhalten nicht in jedem Fall Potenziale in der Ertragsentwicklung. In einzelnen Märkten gibt es Mietpotenziale – regional, sektoral oder in spezifischen Lagen und Objekten –, aber diese sind nicht flächendeckend vorhanden.

#### **FOKUS, HALTUNG UND MANAGEMENT AUSRICHTEN**

Aufgrund immer mehr zur Verfügung stehender Daten, zunehmender Transparenz der Immobilienmärkte sowie der menschlichen Verhaltensweise, historischen Daten und Ereignissen eine höhere Bedeutung beizumessen als der wertfrei analysierten Zukunft, kommt es zu fehlerhaften künftigen Strategien. In seinem Buch «homo Deus» erklärt der Historiker Yuval Noah Harari das oben beschriebene Phänomen als «Paradox historischen Wissens»: Je mehr Wissen wir anhäufen, je mehr wir unsere Vergangenheit und Gegenwart begreifen, je mehr Einfluss hat dies auf unser künftiges Verhalten. Wir wissen zwar mehr, aber unser Wissen ist vergangenheitsorientiert und reduziert damit implizit unser Verständnis von der Zukunft. Wir alle sind aufgefordert,

uns zu bemühen, dieser Heuristik nicht anheimzufallen.

Hierzu gilt es, den Markt für Entwicklungen zu analysieren, um Nachfrage- oder Angebotsüberhänge zu bestimmen. Diese Zyklusbestimmung, um das eigene Objekt hinsichtlich Vermarktung, Zielgruppe und Miethöhen entsprechend positionieren zu können.

Weil die Idee für das Objekt in der Zukunft liegt und besser sein muss als der Wettbewerb, steigen die Anforderungen an den Investment Case. Im Zentrum stehen die Annahmen: Lange mietfreie Zeiten, Ausbauschüsse, Rückbauaufwendungen, Mietstruktur, Capex etc. Gerade in absehbar turbulenten Zeiten sind Immobilien und deren Management «wetterfest» zu machen. Für Investoren bedeutet es zu entscheiden, wer für Höhe von Ertrag und Kosten final zuständig ist: Leistung kann delegiert werden, Verantwortung nicht.

Am Ende steht die Cashflowrendite im Fokus, während die Wertentwicklung in den Hintergrund tritt. Langfristig orientierte Investoren sollten damit rechnen, dass es eine Phase geben wird, in der Werte wieder sinken werden. Konsequenzen sind idealerweise in eigenen Szenarien abzubilden und transparent zu machen.

Betrachtet man die Gesamtmarktentwicklung, wird gerne von einem «Soft landing» gesprochen. Dies heisst jedoch nicht, dass nicht einige «hart landen» können. Beachten Sie bitte: Wenn die Durchschnittstemperatur stimmt, fühlen Sie sich trotzdem unwohl, wenn Sie mit dem Kopf im Kühlschrank und den Beinen in der Sauna stecken.



#### **INFO**

##### **ZUM AUTOR**

##### **Dr. Stephan Kloess**

Dr. Stephan Kloess ist seit 2003 als umsetzungsorientierter, unabhängiger Investment Advisor für institutionelle Investoren tätig. Darüber hinaus übt er Organfunktionen in Interimsfunktionen oder als Mitglied von Verwaltungsräten oder Anlagekommissionen aus. Als Mitgründer von Curem ist er weiterhin in der Weiterbildung an der Universität Zürich und am Institut für Finanzdienstleistungen in Zug aktiv.

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