

Zielgruppe: Professionelle Immobilienanleger

Lesedauer: 5 bis 10 Minuten

Bieten Immobilien einen Inflationsschutz?

Eine datenbasierte Analyse im aktuellen Inflationsumfeld

Executive Summary

- In dieser Analyse werden die Auswirkungen der aktuellen Inflation auf die Gesamtrendite von Wohnrenditeliegenschaften untersucht.
- Die starke negative Korrelation zwischen der Performance vom Wohnrendite-Index und der Inflationsrate deutet darauf hin, dass der Inflationsschutz bisher nicht gegeben ist und die negativen Effekte zumindest in der kurzen Frist überwiegen.
- Die ansteigenden Zinsen führen ceteris paribus zu tieferen Bewertungen bzw. zu Wertkorrekturen und belasten in der kurzen Frist die Gesamtrendite.
- In der langen Frist gilt der Inflationsschutz als gegeben, da der Einkommensverlust durch Mietanpassungen kompensiert werden kann.
- Sollten die Zinsen weiter hoch bleiben, sind zukünftig Renditen durch Wertzuwächse nicht mehr selbstverständlich.
- Das Verfolgen einer nachhaltigen Anlage- und Objektstrategie gewinnt daher noch mehr an Bedeutung und kann sich auch im neuen Zinsumfeld als wertsteigernd behaupten.

Einleitung

Seit Februar 2022 wächst die inländische Inflation mit einer Rate von über 2% und somit über dem Inflationsziel der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Die Teuerung belastet nebst den Haushalten auch die Investoren, die als Reaktion ihr Vermögen in Anlageklassen zu allokatoren versuchen, die sich im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld als wertsteigernd oder zumindest als werterhaltend behaupten können. Insbesondere Immobilien zu Renditezwecken werden oftmals als inflationssichere Anlageklasse angesehen, da Eigentümer von renditegenerierenden Wohnimmobilien bzw. Wohnrenditeobjekten den gewünschten Schutz durch Mietsteigerungen und erhöhte Replikationskosten erhalten würden.

In dieser Analyse wird die These überprüft, inwiefern Wohnrenditeliegenschaften im aktuellen Umfeld einen Inflationsschutz bieten könnten und ob somit die gewünschten positiven Wechselwirkungen zwischen der Teuerung und der Performance dieser Anlageklasse bestehen. Zudem soll die Analyse den Investoren, welche weiterhin auf einen starken Mietwohnungsmarkt vertrauen, vor Augen führen, dass sich die Spielregeln schlag-

artig ändern könnten. In Anbetracht der rekordhohen Inflation und der darauffolgenden geldpolitischen Reaktionen, die einen rasanten Umschwung vom historischen Tiefzinsumfeld zu deutlich positiven Zinsen ausgelöst haben, könnten die äusserst profitablen Renditen der letzten Jahre zukünftig ausbleiben.

In einem ersten Schritt wird aufgezeigt, wie sich die jüngsten Teuerungsschübe bisher auf Wohnrenditeobjekte ausgewirkt haben. Anhand der Korrelation werden die Wechselwirkungen untersucht und die Negativeffekte durch die ansteigenden Zinsen thematisiert. Anschliessend wird evaluiert, inwiefern der Inflationsschutz langfristig gegeben ist. Abschliessend wird für den Investor erläutert, welche zukünftigen Konsequenzen zu tragen kommen könnten und inwiefern sich eine Anpassung der Objekt- und Anlagestrategie als nützlich erweisen kann.

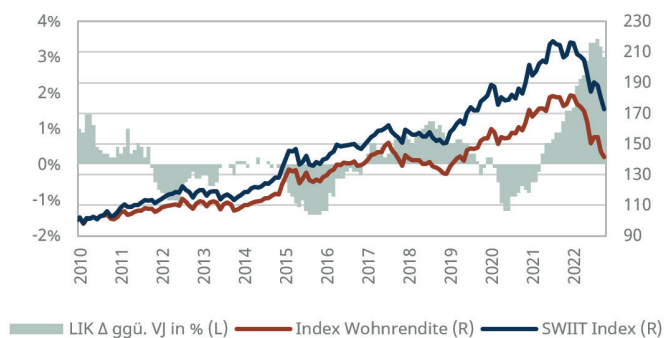
Performance Analyse

Die Schweiz gilt mit einem robusten Mieteranteil von rund 58% bekanntlich als Mieterland, wobei sich fast die Hälfte

aller Mietwohnungen im Besitz von Privatpersonen befinden. Da dieser Markt in seiner Natur dezentral ist und gewisse Objekte über ihre gesamte Lebensdauer vielleicht nur ein bis zwei Mal den Besitzer wechseln, ist es äusserst schwierig, diesem Markt eine repräsentative und verlässliche Grösse für die Renditeentwicklung zu entnehmen. Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und Immobilienfonds kontrollieren etwa 5% des Marktes. Trotz des geringen Marktanteils von institutionellen Investoren können börsenkotierte Immobilienfonds herangezogen werden, um eine möglichst repräsentative und unverzerrte Approximation für die Performance des gesamten Schweizer Markts für Mietwohnungen zu erhalten. Börsenkotierte Schweizer Immobilienfonds bieten nämlich den Zugang zu einem schweizweit diversifizierten Portfolio, das professionell vom Fondsmanagement verwaltet wird. Zudem ist die Datengrundlage reichhaltig und die Preiseffizienz gegeben, da es sich um börsengehandelte Wertschriften handelt.

Um die These zu untersuchen, ob Wohnrenditeobjekte inflationsschützend sind, wurde für die nachfolgende Analyse das arithmetische Mittel der Gesamttrenditen von insgesamt 15 börsenkotierten Immobilienfonds indiziert, die mindestens zwei Drittel des Portfoliovermögens in Schweizer Wohnrenditeobjekte allokiert haben. Nachfolgend wird dieser Index als «Wohnrendite-Index» bezeichnet. Die zugrundeliegenden Datenquellen für die Analyse setzen sich aus SIX Group AG, Refinitiv Eikon, dem Bundesamt für Statistik (BFS), Swiss Fund Data AG und dem SNB Datenportal zusammen. Die verwendeten Datensätze sind per 31. Oktober 2022 gültig.

Abbildung 1: Historische Entwicklung Wohnrendite-Index, Jan. 2010 = 100

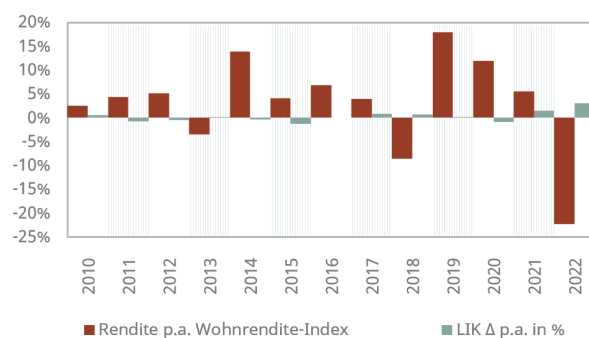


Der Wohnrendite-Index setzt sich aus dem arithmetischen Mittel der Gesamttrenditen von insgesamt 15 börsenkotierten Immobilienfonds zusammen. Der SXI Real Estate® Funds Broad (SWIIT) Index hingegen wird nach der Marktkapitalisierung gewichtet und beinhaltet weitere Immobilienfonds, deren Portfolio nebst dem Segment Wohnen auch beispielsweise eine stärkere Gewichtung in kommerzielle Liegenschaften beinhaltet. Die zunehmende Diskrepanz der Indizes ist grundsätzlich auf die Gewichtung zurückzuführen, wobei für die nachfolgende Analyse dieser Umstand wenig an Bedeutung gewinnt, da ausschliesslich qualitative Schlussfolgerungen im Vordergrund stehen.

Den Abbildungen 1 und 2 kann entnommen werden, dass nach mehreren Perioden von überwiegend positiven Renditen unser Wohnrenditeindex im aktuellen Inflationsumfeld bis jetzt eine deutlich negative Gesamttrendite an den Tag gelegt hat. Um die Wechselwirkung zwischen der Veränderungsrate der Inflation und des Wohnrenditeindex zu evaluieren, wird der Korrelationskoeffizient herangezogen. Mithilfe des Korrelationskoeffizienten kann Aufschluss darüber gewonnen werden, wie sich die Wechselwirkung zwischen den beiden Grössen bis jetzt entwickelt hat und welche relevanten Veränderungen im

aktuellen Inflationsumfeld zu beobachten sind. Ein effektiver Inflationsschutz geht grundsätzlich mit einer positiven Korrelation einher.

Abbildung 2: Performance Vergleich Wohnrendite-Index vs. LIK, 2010 - 2022



Die Gesamttrendite des Wohnrendite-Indexes setzt sich aus der Wertsteigerung der Anteile und den Ausschüttungen an die Investoren zusammen. Der Korrelationskoeffizient (r) der jährlichen Veränderungsrate des Wohnrendite-Indexes und des LIKs beträgt über die Betrachtungsperiode von 2011 bis 2022 -0.65 und ist somit deutlich negativ. Es darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass eine Korrelation keine Kausalität impliziert.

Abbildung 3: Vergleich monatliche Veränderungsrate Wohnrendite-Index vs. LIK, 2020 - 2022

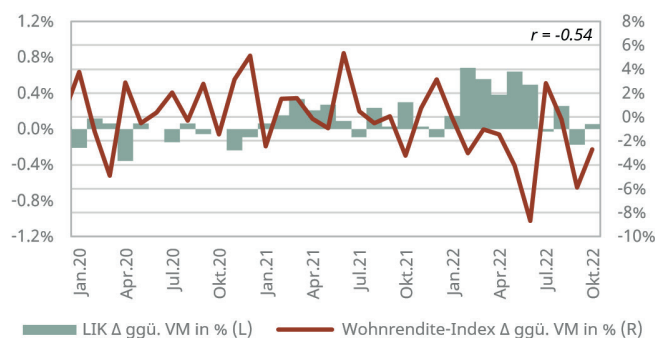


Abbildung 4: Rollierender Korrelationskoeffizient, 2010 - 2022



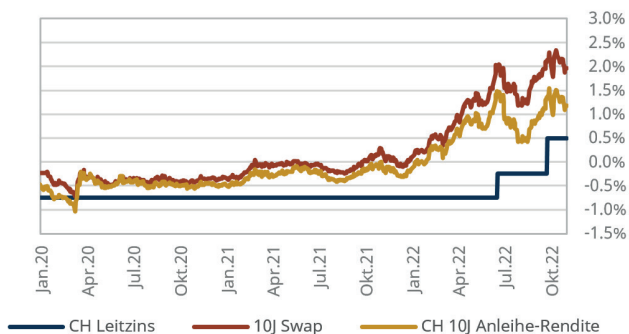
Der rollierender Korrelationskoeffizient berechnet sich als die Korrelation von einer gewissen Zeitspanne, wie beispielsweise den letzten 12 Monaten, und kann Aufschluss darüber geben, wie sich die Korrelation im Verlauf entwickelt hat. In den beiden Abbildungen ist zu erkennen, dass die positiven Veränderungsrate des LIKs mehrheitlich mit negativen Gesamttrenditen des Wohnrendite-Indexes in Erscheinung treten und vice versa. Zudem hat sich die Korrelation seit Ausbruch der Pandemie und insbesondere im aktuellen Inflationsumfeld negativ entwickelt.

Abbildung 3 und 4 veranschaulichen die Tatsache, dass die Mehrheit der monatlichen Bewegungen des Wohnrendite-Indexes gegensätzlich zu den monatlichen Veränderungsrate des LIKs auftreten und daraus für die Betrachtungsperiode von 2010 bis 2022 ein negativer Korrelationskoeffizient von -0.37 resultiert.

Ein unzureichender Inflationsschutz geht grundsätzlich mit einer negativen Korrelation einher. Besonders auffällig ist, dass der Korrelationskoeffizient im aktuellen Inflationsumfeld zunehmend negativer ausfällt. Vor allem die rollierenden Korrelationskoeffizienten in der Abbildung 8 indizieren, dass die Wechselwirkung zwischen den beiden Grössen angesichts der jüngsten Inflationsentwicklung noch negativer ausfällt. Daraus kann schlussgefolgert werden, dass die Performanceentwicklung des theoretisch konstruierten Wohnrendite-Index darauf hindeutet, dass Wohnrenditeobjekte im aktuellen Inflationsumfeld bis jetzt keinen Inflationsschutz bieten konnten und die inflationsschützenden Mechanismen zumindest in der kurzen Frist von den Negativeffekten überschattet werden.

Eine längere Teuerungsphase erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die langfristigen Zinsen steigen. Nebst dem Leitzins, den die SNB in den letzten beiden geldpolitischen Entscheidungen von -0.75% auf neu 0.50% angehoben hat, sind infolge der Inflationsentwicklung und der herrschenden Unsicherheit hinsichtlich der Geldpolitik und der schwächelnden Wirtschaftsaktivität die langfristigen Zinssätze wie beispielsweise die 10-jährigen Swapsätze und die 10-jährigen Renditen von Bundesobligationen erheblich angestiegen.

Abbildung 5: Entwicklung Schweizer Zinssätze



Die Schweizer Zinssätze sind seit dem letzten Jahr deutlich angestiegen. Der Schweizer Leitzins wurde erstmals am 17. Juni 2022 um 50 Bps und ein zweites Mal am 23. September 2022 um 75 Bps erhöht.

Erhöhte Opportunitätskosten, wie beispielsweise attraktivere Renditen für Staatsanleihen, führen zu einer höher erwarteten Rendite für Wohnrenditeobjekte bzw. zu einem höheren Kapitalisierungssatz. Dies kann bei gleichbleibenden Umständen eine Wertkorrektur herbeiführen. Abbildungen 10 und 11 veranschaulichen die starke negative Korrelation zwischen den langfristigen Zinsen und den Renditen des Wohnrendite-Indexes. Ähnlich wie bei der Inflation fällt die Korrelation zwischen den Renditen und den Veränderungen der Renditen von 10-jährigen Bundesobligationen im aktuellen Umfeld noch negativer aus. Dieser Umstand kann als Indiz dafür gedeutet werden, dass die negative Performanceentwicklung des Wohnrendite-Indexes primär auf die erhöhten langfristigen Zinsen zurückzuführen ist, die als Folge der Inflationsschübe wesentlich angestiegen sind.

Der Negativeffekt der gestiegenen langfristigen Zinsen kann am folgendem Beispiel illustriert werden. Der 10-jährige Swapsatz und die 10-jährige Anleiherendite für Bundesobligationen sind seit Beginn des Jahres von unter null auf 2.30% bzw. auf 1.50% angestiegen. Unter der

Annahme, dass alle anderen Parameter unverändert bleiben, müssten die Kapitalisierungssätze um mindestens 1.50% adjustiert werden. Für ein Renditeobjekt, welches noch zu Jahresbeginn mit einem Kapitalisierungssatz von 3.75% bewertet wurde, müsste der Ertragswert ceteris paribus um mindestens 30% korrigieren, um im aktuellen Umfeld eine attraktive Rendite abwerfen zu können.

Somit geht aus der Performance-Analyse hervor, dass in der kurzen Frist der erhoffte Inflationsschutz im aktuellen Umfeld nicht gegeben ist, da die negativen Auswirkungen der gestiegenen Zinsen die möglichen Schutzmechanismen überwiegen.

Abbildung 6: Vergleich monatliche Veränderungsrate Wohnrendite-Index vs. 10J Rendite Bundesobligationen, 2020 - 2022

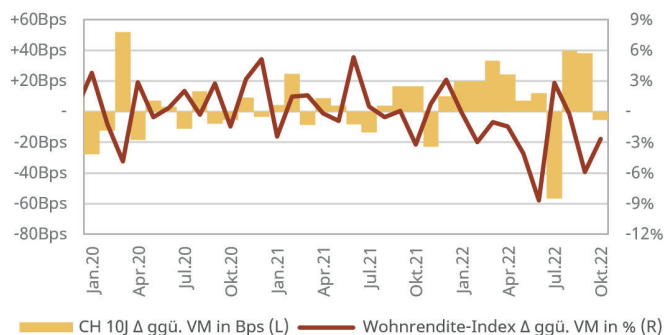
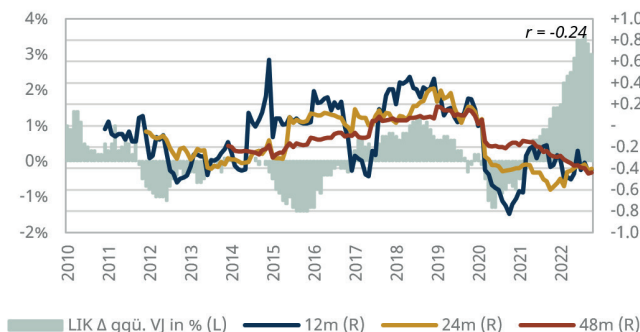


Abbildung 7: Rollierender Korrelationskoeffizient, 2010 - 2022



Langfristiger Inflationsschutz

In der mittleren bis langen Frist verfügen Wohnrenditeobjekte über die erforderlichen Eigenschaften, der monetären Entwertung entgegen zu wirken. Einerseits erhöhen die steigenden Replikationskosten den realen Wert der Liegenschaft und andererseits können Vermieter mit Mietanpassungen den realen Einkommensverlust neutralisieren. Die jüngsten Teuerungsschübe haben die Baupreise nach einer mehrjährigen Phase der Konsolidierung in die Höhe getrieben, wobei deren Index im April 2022 eine durchschnittliche Teuerung von 7.7% gegenüber dem Vorjahresmonat indiziert. Da bei der Bewertung von Wohnrenditeobjekten die Gewinnabschöpfung im Fokus steht und der Substanzwert in der Regel tiefer liegt als der Ertragswert, wird dieser oftmals als Untergrenze betrachtet. Jedoch besteht ohnehin ein knappes Wohnangebot, das durch rückläufige Leerstandszahlen und einer abnehmenden Bauaktivität gekennzeichnet ist, die vor einigen Jahren ihren Zenit erreicht zu haben scheint. Zudem verlieren gewisse Bauprojekte infolge der steigenden Bau-

preisen an Profitabilität und werden verworfen, wodurch bestehende Objekte im Generellen an Attraktivität gewinnen können. Der Theorie folgend sollte der durch die Baupreise kanalisierte Inflationseffekt in den kommenden Jahren eine dämpfende Wirkung auf der Angebotsseite und folglich eine Wertsteigerung der Wohnrenditeobjekte zur Folge haben.

Mietpreise hingegen können vertraglich mit der inländischen Teuerung indexiert oder an den Referenzzinssatz gekoppelt werden. Vertragserneuerungen und Mietpreisanpassungen unterliegen jedoch zeitlichen und strukturellen Restriktionen und können daher erst verzögert und in der kurzen Frist nur teilweise in Kraft treten. Jedoch sollte in der mittleren bis langen Frist das Einpreisen der tatsächlichen sowie erwarteten Inflation stattfinden. Einige Experten sehen in den nächsten fünf Jahren einen Anstieg des Referenzzinssatzes auf bis zu 3%, was einem Mietpreiswachstum von über 20% gleichkommen würde.

Somit verfügen Wohnrenditeobjekte über die Eigenschaft, den Einkommensverlust durch die Inflation in der längeren Frist zu kompensieren, wobei in der kurzen Frist dieser Effekt nicht unmittelbar in Kraft treten muss.

Renditen durch Wertsteigerungen sind nicht mehr selbstverständlich

Eigentümer von Mietrenditeobjekten konnten sich in den letzten Jahren über die hohen Wertzuwächse der Bestände erfreuen. Die fallenden Zinsen haben insbesondere dazu beigetragen, dass bei der Bewertung ein tieferer Diskontierungssatz zur Anwendung kam, was sich bei auch sonst gleichbleibenden Umständen wertsteigernd auf das Objekt ausgewirkt hat.

Sollten die langfristigen Zinsen weiterhin hoch bleiben oder sogar weiter ansteigen, können Renditen durch Wertzuwächse zukünftig ausbleiben. Objekte, die sich grundsätzlich durch eine niedrige Qualität charakterisieren oder über eine nicht allzu attraktive Lage verfügen, sind hauptsächlich von einem möglichen Wertverfall betroffen, da die ursprünglichen Kapitalisierungssätze im aktuellen Zinsmilieu nicht mehr gerechtfertigt werden können.

Zudem werden die gestiegenen Hypothekarzinsen und Rohstoffpreise die Kostenseite belasten und die Erträge schmälern. Insbesondere die steigenden Instandhaltungskosten bedürfen eine durchdachte Planung in Bezug auf die Materialwahl und der Eingriffstiefe. Jedoch können Liegenschaften, die ökologischen Richtlinien entsprechen, auch künftig attraktiv bleiben und in Kombination mit einer guten Lage weiterhin tiefe Kapitalisierungssätze legitimieren und bestenfalls sogar zu einer Wertsteigerung beitragen.

Daher ist es langfristig sinnvoll, seine Anlage- sowie Objektstrategie zu überdenken und neue Wege im Umgang mit bestehenden Objekten zu evaluieren. Eine Anlagestrategie, welche auf ökologische Nachhaltigkeit abzielt, kann Vertrauen und Qualität schaffen, was von der Mieter- und Käuferschaft mit ziemlicher Gewissheit begrüsst wird.



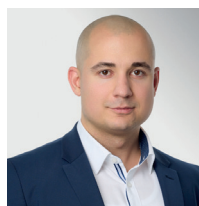
Kommentar aus Sicht Portfoliostrategie und Immobilienentwicklung

Die steigenden Baupreise und die schwierigere Finanzierbarkeit von Immobilienentwicklungen können dazu führen, dass Projekte infolge mangelnder Wirtschaftlichkeit zurückgestellt oder gar nicht ausgeführt werden. Bei reinen energetischen Sanierungen dürfte dies allerdings nicht zutreffen, da deren Rentabilität hauptsächlich von der Einsparung zukünftiger Energiepreise abhängen. Auf eine solche Investition zu verzichten, dürfte sich längerfristig nicht rechnen, weil die Fortführung einer energetisch nicht oder nur teilweise sanierten Liegenschaft in ihrem zukünftigen Lebenszyklus den Eigentümer schliesslich teurer zu stehen kommt, sei es durch eine niedrigere Zahlungsbereitschaft der Mieter infolge der gestiegenen Nebenkosten, häufigere Leerstände oder höhere laufende Unterhaltskosten.

Bei grösseren Umbauten, Transformationen oder Ersatzneubauten dürfte sich aufgrund der veränderten Rahmenbedingungen vermehrt die Frage nach der sinnvollen Eingriffstiefe stellen: Die höheren Baupreise sind schliesslich hauptsächlich eine Folge von höheren Rohstoff- und Transportkosten und - mindestens aktuell - viel weniger von Lohnkosten getrieben. Jedes Produkt und jeder Baustoff, der neu bestellt wird, wird demnach hinterfragt und das Bestandsgebäude als vor Ort bereits vorhandene Ressource gewinnt an Bedeutung und Wert. Die Anliegen der Kreislaufwirtschaft, die sich damit nicht nur ökologisch, sondern auch ökonomisch bezahlbar machen, gehen damit einher mit den Anliegen der Investoren, in ihrem Immobilienbestand eine nachhaltige Wertsteigerung durch möglichst sinnvolle, bezüglich Einsatz zusätzlicher Ressourcen begrenzte, aber werthaltige Investitionen zu erzielen.

David Belart, Head Avobis Asset Management & Development

Kontakt



Burak Er
Head Research

burak.er@avobis.ch



Sandro Sulcis
Co-CEO

sandro.sulcis@avobis.ch