



Spezialthema

Immobilien *als Langfristanlagen*

Weder der Anlagebedarf institutioneller Investoren noch die Wohnbedürfnisse privater Anlegerinnen und Anleger richten sich nach den Preisen am Immobilienmarkt. Bei Immobilienengagements sprechen daher mehrere Faktoren für einen längeren Anlagehorizont. Verbleibende Risiken lassen sich mit der entsprechenden Investitionsstrategie eingrenzen.

Seit 2006 wird hierzulande über die Existenz einer Immobilienblase debattiert. Eine Korrektur ist bislang ausgeblieben, und in vielen Segmenten sind die Preise zwischenzeitlich nochmals kräftig angestiegen. Dies hat nicht zuletzt mit dem Superzyklus zu tun, den die Schweiz im Nachgang an die Finanzkrise verzeichnen konnte. Private wie institutionelle Investoren müssen entscheiden, ob sich eine Investition in Immobilien heute noch lohnt. Für die Beurteilung auf längere Sicht sind vorab drei Eigenschaften relevant: die Preiszyklizität

von Immobilienanlagen, deren mögliche Eignung zum Inflationsschutz sowie die Minimierung eines Vermögensverlustes im gemischten Portfolio.

Langer Preiszyklus von Immobilien

Das Immobilienangebot verhält sich sehr viel träger als die Nachfrage. Dies liegt mitunter an Verzerrungen bei der Preisbildung aufgrund fehlender Marktmieten (regulierte Mieten) sowie der zeitverzögerten Anpassung des Immobilienbestands auf Preissignale. Nachfrage-seitige Haupttreiber sind die Konjunkturerwicklung und die Standortattraktivität, wovon weitere Faktoren wie Unternehmensgewinne, Einkommen, Zinsen und die Migration abhängen. Die Folge sind Preisschwankungen, welche die Form längerfristiger Zyklen annehmen. Diese Zyklizitätsmuster lassen sich in vielen Ländern beobachten. Eines der ältesten Beispiele ist der Herengracht-Index aus den Niederlanden, der auf das Jahr 1628 zurückgeht.

Prof. Dr. Pascal Gantenbein
Universität Basel

Aus der Analyse von Immobilienzyklen werden zwei Aspekte deutlich: Zum einen können die Phasen im Zyklus viele Jahre dauern. erinnert sei hier an die Schweizer Immobilienkrise der 1990er Jahre, wo der Preisboden erst rund ein Jahrzehnt nach Beginn des Wertzerfalls erreicht wurde. Zum Zweiten haben sich Immobilienmärkte auch nach schweren Krisen bei intakten wirtschaftlichen, politischen, rechtlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen immer wieder erholt. Dies spricht für eine langfristige Perspektive bei der Immobilieninvestition und einen Verzicht auf Panikverkäufe in der Baisse.

Nicht alle Institutionen mit einem ökonomisch langen Horizont haben indessen die Möglichkeit einer solch langfristigen Anlageperspektive. Diese paradoxe Situation wird etwa bei Pensionskassen deutlich: Sie halten Verpflichtungen, die erst in 30, 40 oder 50 Jahren zur Auszahlung gelangen, was eine sehr langfristig ausgelegte Anlagestrategie ermöglichen würde; keine anderen Institutionen ausser Versicherungen verfügen über einen derart langen Anlagehorizont. Dieser wird allerdings durch die regelmässige Prüfung faktisch auf eine kurze Frist reduziert. Vorsorgeeinrichtungen können dadurch ungeachtet des langfristigen Potenzials einer Anlage gezwungen sein, sich in einer Baisse von dieser zu trennen. Noch Mitte der 1990er Jahre wurden Pensionskassen, die aufgrund der Immobilienkrise in eine Unterdeckung gerieten, regulatorisch gezwungen, ihre Immobilien mit grossen Verlusten abzustossen. Dies war in zweierlei Hinsicht ungünstig: Erstens wirkten die Verkäufe just im ungünstigsten

Moment, als die Preise ohnehin am Boden waren, prozyklisch. Und zweitens hätten sich mit einer längeren Sicht die Probleme nahezu von alleine gelöst. Es ist zu hoffen, dass daraus die Lehren für die nächste Korrektur – die bestimmt kommen wird – gezogen wurden.

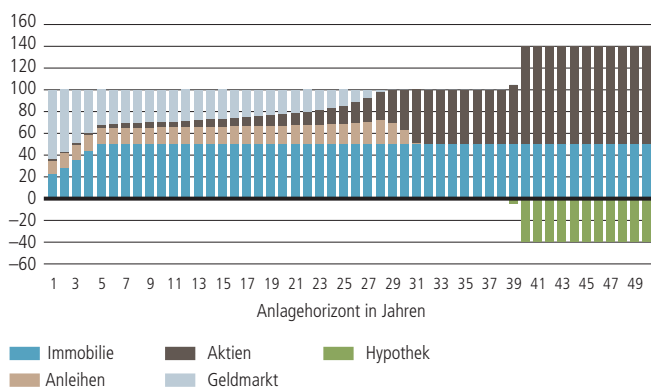
Kein absoluter Inflationsschutz

Die empirischen Befunde, die für einen Inflationsschutz von Immobilien sprechen, sind kontrovers und von den jeweiligen Rahmenbedingungen abhängig. Einerseits umfassen die Mieten eine graduelle Anpassung an die Inflation, was sich wiederum in der Immobilienbewertung niederschlägt. Doch je nach Mietrecht und Marktlage erfolgt diese Anpassung mehr oder weniger schnell. Andererseits zeigt die Erfahrung, dass Immobilien in Zeiten starker Inflation eine vergleichsweise hohe Wertbeständigkeit aufweisen.

Der daraus resultierende relative Schutz gegen starke Geldentwertung ist allerdings zeitabhängig und gilt nicht für jede Immobilie an jedem Ort, zumal es zu Nachfrageverschiebungen kommt und bei gewissen Liegenschaften mit der Zeit eine Wertverminderung aufgrund veralteter Standards einsetzt. Dies ist vor allem bei kommerziell genutzten Immobilien zu beobachten, die im Durchschnitt eine stärkere Entwertung aufweisen als Wohnimmobilien. Auch zeigt das Beispiel der Schweiz, dass es Phasen der Inflationsbekämpfung gibt, die durch starke Preiseinbussen charakterisiert sind. Ein gewisser Schutz scheint daher nur in der sehr langen Frist sowie in Zeiten aussergewöhnlich hoher Geldentwertung gegeben zu sein.

Optimale Portfolio-Allokation nach dem Kriterium des Vermögenserhalts

Selbstgenutztes Wohneigentum bei unterschiedlichem Anlagehorizont, in Prozent



Quelle: Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Universität Basel

Die Abbildung zeigt die optimale Gewichtung verschiedener Anlageklassen im Portfolio zu Beginn der Investitionsphase in Abhängigkeit des Anlagehorizonts. Dem Berechnungsbeispiel zugrunde liegt ein risikoscheuer Privatinvestor, dessen Anlagekriterium der Vermögenserhalt ist. Er könnte die Immobilie aus eigenen Mitteln finanzieren; der Preis der Immobilie entspricht dabei der Hälfte seines Anfangsvermögens. Bei sehr langem Horizont (im vorliegenden Beispiel ab 38 Jahren) lohnt sich auch bei genügend Eigenmitteln die Aufnahme eines Hypothekarkredits zur Erhöhung der Aktienposition im Portfolio.

Absicherung durch Portfoliooptimierung

Investoren können das Risiko eines Vermögensverlusts reduzieren, wenn sie Anlagen über einen längeren Horizont halten. Aufgrund der langen Preiszyklen und des begrenzten Inflationsschutzes gilt dies auch für Immobilienanlagen. Hinzu kommt noch ein weiterer Punkt: Bei der Aufnahme eines Kredits erhöhen sich die Schwankungsrisiken des Nettovermögens, weil Preiskorrekturen über das Eigenkapital abgefangen werden müssen.

Der Erwerb einer Immobilie lohnt sich erst ab einem gewissen Anlagehorizont, da sich die Risiken über die Zeit etwas diversifizieren. Verfügt ein Käufer nicht über genügend Eigenmittel, so ergibt die Berechnung, dass sich ein Kauf je nach Risikotoleranz erst ab einem Horizont von etwa zehn bis 20 Jahren lohnt. Beim Käufer mit genügend Eigenmitteln ist das Risiko eines Vermögensverlusts zwar weniger kritisch. Jedoch dürfte er zur Portfoliooptimierung gleichwohl einen Hypothekarkredit aufnehmen und einen Teil davon zum

Beispiel in Aktien investieren. Die Abbildung zeigt die optimale Portfolio-Allokation eines Privatanlegers, der über genügend Eigenmittel für den Immobilienkauf verfügt, in Abhängigkeit des Anlagehorizonts.

Gesunde Finanzierung als Schlüssel zum Erfolg

Preiszyklizität, Inflationsgefahr und das Risiko eines Vermögensverlusts führen dazu, dass ein langer Anlagehorizont bei Immobilien in vielen Fällen zweckmässig ist. Doch es müssen noch weitere Voraussetzungen gegeben sein, damit Immobilien als Langfristanlagen genutzt und gehalten werden können.

Neben Massnahmen zum Werterhalt der Immobilie (Sanierungen) werden vorab eine gesunde Finanzierung und ein «langer Atem aufgrund der Zyklizität benötigt». Genügende Liquidität zur Bedienung von Zinsen, Ansprüchen und weiteren Zahlungen dient als Grundlage, um auch eine mehrjährige Baisse zu überstehen.

WIE LANGE DAUERN IMMOBILIENKRISEN?

Die langwierige Immobilienkrise der 1990er Jahre in der Schweiz dauerte rund zehn Jahre, mit einem Preisrückgang über acht Jahre (1990 bis 1998), gefolgt von zwei weiteren Jahren mit Preisen auf tiefem Niveau. Erst nach dem Jahr 2000 setzte die Wende ein. Die damalige Immobilienkrise in der Schweiz zählt damit im Quervergleich zu den überdurchschnittlich langen Korrekturphasen. Die reale Preiseinbusse von 1990 bis 1999 betrug im Mittel 38 Prozent. Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff, die Autoren des Buches «This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly» (2011), haben die Muster verschiedener Krisen

untersucht. In einem Kapitel ihres Buchs sowie im Aufsatz «The Aftermath of Financial Crises» (NBER Working Paper 14656, 2009) zeigen sie auf, dass die Dauer von Immobilienkrisen im Gefolge von Banken Krisen im internationalen und historischen Durchschnitt fünf bis sechs Jahre beträgt. Ausreisser nach oben ist die japanische Immobilienkrise nach 1992 mit einer Dauer von 17 Jahren. Die durchschnittliche Preiseinbusse vom Höhepunkt bis zum Preisboden beläuft sich nach ihrer Untersuchung auf 35,5 Prozent. Diese Dimensionen passen aus heutiger Sicht relativ gut auch auf die amerikanische Immobilienkrise nach 2007.