

## Neuer Service der «Schweizer Personalvorsorge»

# Benchmarking im Immobilien-Investment II

In der Juni-Ausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» wurden Benchmarks für Schweizer Immobilienanlagen analysiert. Nun werden solche für ausländische Immobilien-Investments vorgestellt. Die Benchmarks werden zukünftig zusammen in der Juli-Ausgabe in kurz kommentierter Form publiziert. In der Dezember-Ausgabe folgt jeweils ein Update der Indizes.

Grafik 1 zeigt die bewertungs-basierte Performance (Total Return) Schweizer, europäischer und globaler Immobilien-Direktanlagen, gemessen in lokaler Währung. Damit werden für eine erste Analyse die Einflüsse von Wechselkursänderungen

### In Kürze

- > Auch die Volatilität ausländischer Direktanlagen ist relativ gering
- > Der harte Franken wirkt sich negativ auf ausländische Investments aus

ausgeklammert. Alle drei Indizes werden nur jährlich erhoben und jeweils im Verlauf des zweiten Quartals veröffentlicht. Zunächst wird aus Schweizer Perspektive ersichtlich, dass auch bewertungs-basierte Benchmarks eine erhebliche Volatilität aufweisen können. In welchem Ausmass es sich bei der ausserordentlich niedrigen Volatilität des Schweizer Index um eine Preisstabilität und nicht vielmehr um ein Preisversagen handelt, bleibt offen. Sowohl der über Jahre anhaltende «Anlagennotstand» für private und auch institutionelle Investoren als auch das Ausbleiben von eindeutigen Preisreaktionen auf die realwirtschaftlichen Folgen der Kreditkrise sprechen für Letzteres. Mit Spitzenwerten von plus 10 bis 15 Prozent und von minus 5 bis 10 Prozent der letzten acht Jahre ist aber auch die Volatilität von ausländischen

Direktanlagen im Vergleich zu anderen Eigenkapitalanlagen relativ gering. Zudem wurde die höhere Volatilität ausländischer Immobilien-Exposures in den Jahren 2003 bis 2007 mit einer teilweise markant über den hiesigen Werten liegenden Performance belohnt.

### Benchmarks für europäische und globale Immobilien-Direktanlagen

Erst im Jahr 2008 kam es zu einem etwa gleich starken Einbruch der europäischen und globalen Direktanlagen. Im letzten Jahr erholte sich der europäische Index bereits wieder, was vor allem auf die guten Resultate von Grossbritannien (3.5 Prozent) und Deutschland (2.5 Prozent) zurückzuführen ist. Von den gewichtigen europäischen Nationen zeigte lediglich Frankreich (–1.4 Prozent) einen negativen Total Return. Das markant negative Resultat im Jahr 2009 der globalen Anlagen war vor allem auf die Schwergewichte im Index der USA (–17.7 Prozent) und Japan (–6.4 Prozent) zurückzuführen. Aus hiesiger Sicht ist anzumerken, dass 2009 lediglich die Schweiz eine positive Wertentwicklung (Capital Growth) im globalen IPD-Universum aufwies.

### Benchmarks für nicht kotierte Immobilien-Anlagefonds in Europa

Grafik 2 zeigt eine Gegenüberstellung von Direktan-

gen und nicht kotierten Anlagefonds auf europäischer Ebene. Wie bereits im vorangehenden Artikel in der Juni-Ausgabe der «Schweizer Personalvorsorge» erwähnt, unterschieden sich die beiden Benchmark-Ebenen und Anlageformen durch die zusätzlichen Performanceeffekte des Leverage, die Kosten des Anlagegefässes und steuerlichen Aspekte der Fonds. Dennoch zeigt sich, dass diversifizierte Fonds (balanced) mit niedrigem Leverage ein den Direktanlagen sehr ähnliches, nur in geringem Ausmass erhöhtes Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Diese Fonds können für Anleger, die aus Diversifikations- und/oder Managementgründen keine ausländischen Direktanlagen halten wollen, daher eine gute Alternative darstellen. Erwartungsgemäss zeigt sich allerdings auch, dass spezialisierte, mit viel Fremdkapital arbeitende Fonds ein deutlich höheres Risiko-Return-Profil als Direktanlagen aufweisen.

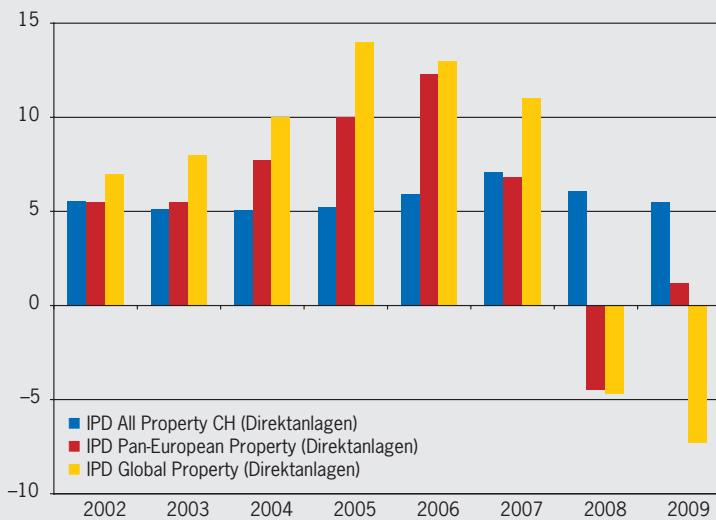
Neben Investment Property Databank IPD ([www.ipd.com](http://www.ipd.com)) publiziert auch die European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Funds INREV eine Benchmark für nicht kotierte europäische Immobilien-Anlagefonds ([www.inrev.org](http://www.inrev.org)). Erfreulicherweise liegen die Lead-Indizes beider Anbieter sehr nahe beieinander, was für eine hohe Relevanz und Zuverlässigkeit beider Angebote spricht. INREV eröffnet ihren Mitgliedern zudem umfassende Online-Abfragemöglichkeiten: So

### Autor

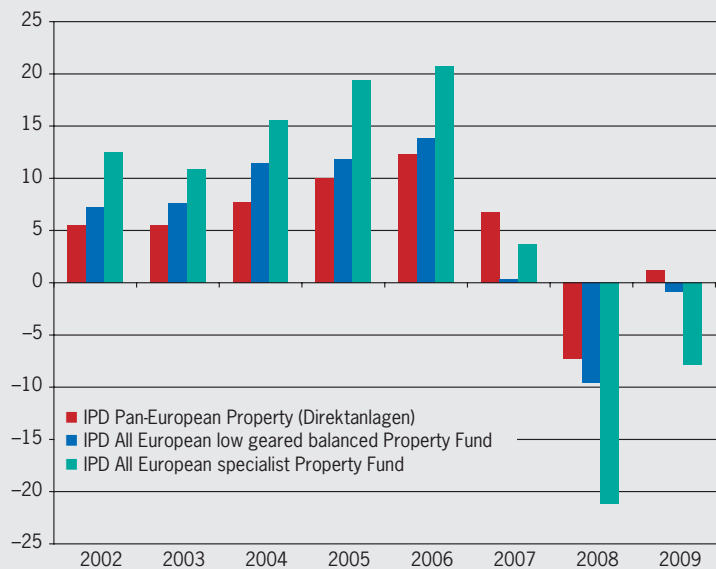
**Andreas Loepfe**  
Geschäftsführer  
Inreim AG



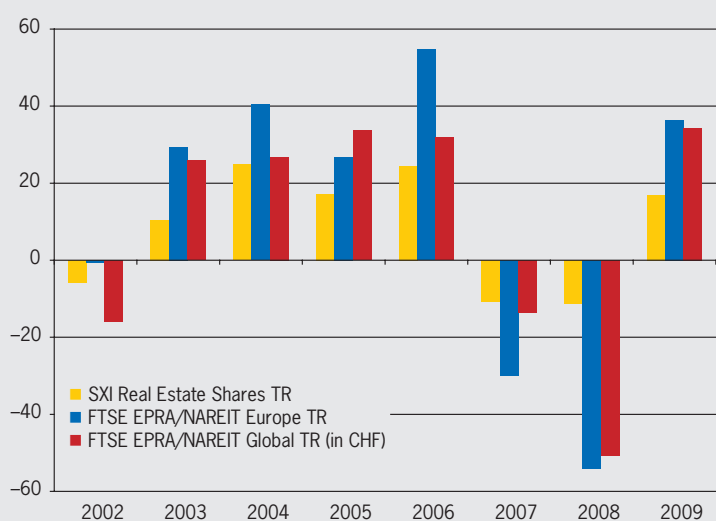
**Grafik 1: Total Return von Immobilien-Direktanlagen in der Schweiz, Europa und Global (in lokaler Währung)**



**Grafik 2: Total Return von nicht kotierten europäischen Immobilienanlagen (in lokaler Währung)**



**Grafik 3: Total Return von kotierten Immobilienanlagen in der Schweiz, Europa und Global (in CHF)**



können Benchmarks in verschiedenen Währungen, für unterschiedliche juristische Anlageformen, ökonomische Strukturen (open-end/closed-end), Ausmass an Leverage, Jahr der Lancierung (vintage), aber auch nach Investmentstil (core bis opportunistic), Anlagevolumen und selbstverständlich auch nach Länder- oder Sektoren selektiert werden.

**Benchmarks für kotierte europäische und globale Immobilienanlagen**

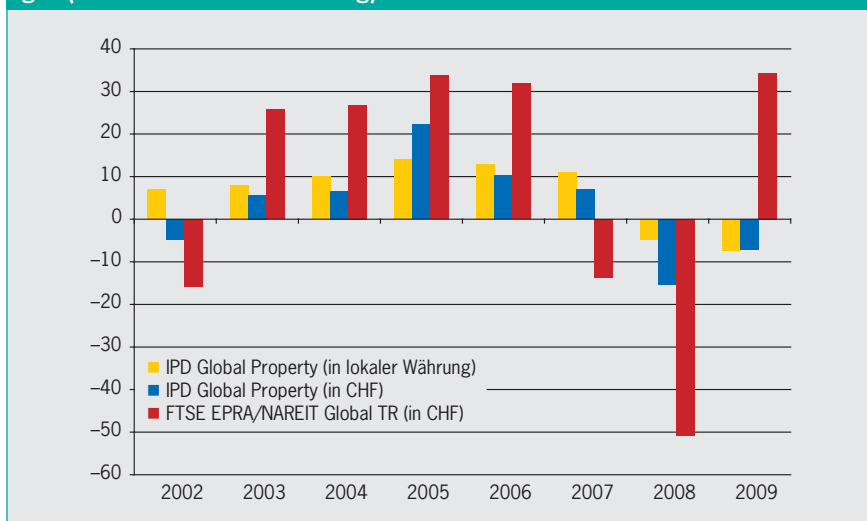
Grafik 3 zeigt in der Schweiz kotierte Immobilienanlagen im Vergleich zu europäischen und globalen Anlagen in Schweizer Franken. Bei dieser Betrachtung wird davon ausgegangen, dass keinerlei Währungsabsicherung stattfindet. Indizes in lokalen Währungen sind bei kotierten Anlagen weniger gebräuchlich. Konkret wird der bereits im Rahmen der Analyse der Schweizer Anlagen vorgestellte SIX Real Estate Shares Total Return Index dem europäischen und globalen Pendant aus dem FTSE-EPRA/NAREIT-Indexfamilien gegenüber gestellt ([www.epra.com](http://www.epra.com)). Die Performance-Extreme der kotierten Schweizer Immobilienanlagen von plus 25 und minus 10 Prozent fallen im Vergleich zu europäischen und globalen Anlagen im Bereich von plus/minus über 50 Prozent noch bescheiden aus.

Für kotierte Immobilienanlagen existieren noch vielfältigere Möglichkeiten eines massgeschneiderten Benchmarkings als für nicht kotierte Anlagen. Neben der erwähnten FTSE-Indexfamilie bieten auch Global Property Research GPR, Dow Jones Wilshire und UBS umfassende Benchmarksysteme an. Diese sind wiederum unter anderem nach verschiedenen Währungen, geografischen Clustern, legalen und steuerlichen Strukturen (REIT-Status etc.) und Liquidität unterteilbar. Allein die FTSE-Real-Estate-Indexfamilien unterscheiden zehn verschiedene Immobilien-Sektoren. Hinzu kommen spezielle Indizes für unterschiedliche Geschäftsmodelle. Viele der Indizes sind auch als Net-Total-Return-Indizes verfügbar, die auch steuerliche Aspekte mitberücksichtigen.

**Globale kotierte und nicht kotierte Anlagen im Vergleich**

In Grafik 4 (Seite 90) wird der IPD Global Property Index (Direktanlagen) neben der bereits aus Grafik 1 bekannten Darstellung in lokaler Währung auch in Schweizer

**Grafik 4: Total Return von kotierten und nicht kotierten globalen Immobilienanlagen (in CHF und lokaler Währung)**



Franken dargestellt. Die Volatilität nimmt markant zu: So war etwa im Krisenjahr 2008 die Performance in lokaler Währung rund minus 5 Prozent, in Schweizer Franken jedoch minus 15 Prozent. Aus der Sicht eines «Hartwahrungslands» scheint sich eine globale Wirtschaftskrise doppelt nega-

tiv auf ausländische Investments niederzuschlagen: zum einen über realwirtschaftliche Einbussen und zum anderen über eine Aufwertung des Schweizer Franken. Verglichen mit den Globalen kotierten Anlagen (EPRA/NAREIT global, in Franken) verläuft der IPD Global Property, ausgedrückt in

Schweizer und lokaler Währung, dennoch recht gleichförmig. Deutlich sichtbar wird auch der in vielen Studien nachgewiesene Charakter der kotierten Anlagen als vorlaufender Indikator für bewertungs-basierte Direktanlage-Indizes.

Die versetzten Zyklen bergen aber auch Gefahren; zum Beispiel im Fall eines prozyklischen Umschichtens von kotierten in nicht kotierte Anlagen. Ein Investor, der – wie viele andere – kotierte Immobilienanlagen lange Zeit verschmatete und zum Beispiel mit dem Zukauf wartete, bis diese 2005 oder 2006 für jedermann als Gewinner sichtbar wurden, musste zunächst die hohe negative Performance der Jahre 2007 und 2008 hinnehmen. Endgültig enttäuscht über die Resultate kehrte er vielleicht Ende 2008 zur «alten Gewissheit» zurück und schichtet wiederum in Direktanlagen um. Damit wird er 2009 nun sogar doppelt bestraft: Zum einen verpasst er die wiederum hervorragende Performance der kotierten Anlagen und muss zudem ein negatives Resultat der Direktanlagen hinnehmen. ■

## Nouveau service de la «Prévoyance Professionnelle Suisse»

# Le benchmarking des investissements immobiliers II

Dans son édition de juin, la Prévoyance Professionnelle Suisse avait procédé à l'analyse de benchmarks pour les placements immobiliers suisses. Cette fois, ceux de l'immobilier étranger sont dans le point de mire. Ces benchmarks seront désormais publiés ensemble et brièvement commentés dans l'édition de juillet de la revue. Une actualisation des indices suivra dans le numéro de décembre.

Le graphique 1 (voir texte allemand page 89) montre la performance base sur l'évaluation (total return) de placements immobiliers suisses, européens et globaux, mesure dans les monnaies locales. Pour une première analyse on fait donc abstraction des influences des fluctuations de change. Les trois indices sont seulement recensés une fois par année et publiés au cours du deuxième trimestre.

Dans une perspective suisse, il appert tout d'abord que même les benchmarks basés sur l'évaluation peuvent présenter une volatilité considérable. Dans quelle mesure la volatilité extrêmement faible de l'indice suisse est-elle le reflet de la stabilité des prix ou plutôt celui d'un mécanisme des prix défaillant? Nul ne saurait le dire. Mais la «disette de placements» pour les investisseurs privés et institutionnels de même

que l'absence d'une réaction marque des prix aux conséquences de la crise du crédit dans l'économie réelle parlent plutôt en faveur de la seconde hypothèse. Notons qu'avec des pics de plus 10 à 15% et des creux de moins 5 à 10% sur les huit dernières années, la volatilité des placements directs étrangers est aussi relativement modeste en comparaison avec d'autres placements de fonds propres. De plus, la volatilité accrue des expositions à l'immobilier étranger a été rcompense dans les années 2003 à 2007 par des performances en partie très supérieures à celles enregistres chez nous.

### Des benchmarks pour les placements immobiliers directs européens et globaux

Il a fallu attendre 2008 pour constater un effondrement des placements directs européens et globaux d'une intensité à peu

près égale. L'an dernier, l'indice européen avait déjà repris des couleurs, notamment grâce aux bons résultats dégagés en Grande-Bretagne (3.5%) et en Allemagne (2.5%). Parmi les nations européennes qui pèsent, il n'y a guère que la France où le retour total était négatif (-1.4%). Le résultat dramatiquement négatif des placements globaux en 2009 était avant tout imputable aux poids lourds USA (-17.7%) et Japon (-6.4%) de l'indice. Dans l'optique helvétique, on peut signaler qu'en 2009, la Suisse a été la seule dans l'univers IPD global à pouvoir revendiquer une valorisation positive (capital growth).

### **Des benchmarks pour les fonds de placements immobiliers européens non cotés**

Le graphique 2 (voir texte allemand page 89) met en parallèle des placements directs et des fonds de placements non cotés au niveau européen. Comme mentionné dans l'article paru dans le numéro de juin de la «Prévoyance Professionnelle Suisse», les deux niveaux de benchmark et de formes de placement se différencient par les effets de performance additionnels du levier, les coûts du véhicule de placement et les aspects fiscaux des fonds. Ceci nonobstant, il s'avère que les fonds diversifiés (balancés) à faible levier présentent un profil de risque/rendement très proche de celui des placements directs pour un risque à peine un peu plus élevé. Ces fonds peuvent de ce fait représenter une bonne alternative pour les investisseurs qui, pour des raisons de diversification et/ou de gestion, ne veulent pas détenir des placements directs étrangers. Autre constat peu surprenant: les fonds spécialisés qui travaillent avec beaucoup de capital tiers présentent un profil de risque/retour nettement plus élevé que les placements directs.

Outre l'Investment Property Databank IPD ([www.ipd.com](http://www.ipd.com)), la European association for investors in non-listed real estate funds INREV publie également un benchmark pour les fonds de placements immobiliers européens non cotés ([www.inrev.org](http://www.inrev.org)). Et fort heureusement, les indices directeurs des deux prestataires sont très proches les uns des autres, ce qui est un bon signe de leur sérieux et de leur fiabilité. L'INREV propose en outre à ses membres de vastes sources d'informations on-line. Ainsi, il est possible de sélectionner

les benchmarks avec différentes monnaies, différentes formes juridiques de placement, structures économiques (open-end/closed-end), étendues de levier, années de lancement (vintage), mais aussi d'après le style d'investissement (de cœur à opportuniste), le volume de placement et naturellement, par pays ou secteurs.

### **Des benchmarks pour les placements immobiliers cotés européens et globaux**

Le graphique 3 (voir texte allemand à la page 89) montre des placements immobiliers suisses cotés en comparaison avec des placements européens et globaux en francs suisses. Dans cette analyse, on part du principe qu'il n'y a pas d'intention de garantie monétaire. Les indices en monnaie locale sont moins courants pour les placements cotés. Concrètement, l'indice SIX Real Estate Shares Total Return déjà présenté dans le cadre de l'analyse des placements suisses est mis en parallèle avec son pendant européen et global de la famille des indices FTSE EPRA/NAREIT ([www.epra.com](http://www.epra.com)). Les extrêmes de performance des placements immobiliers suisses de plus 25 et moins 10% paraissent modérés par rapport aux placements européens et globaux où l'on enregistre des pics et des creux de plus de 50%.

Pour les placements immobiliers cotés, il est encore plus facile que pour les placements non cotés d'établir un benchmarking sur mesure. En plus de la famille d'indices FTSE déjà mentionnée, Global Property Research GPR, Dow Jones Wilshire et UBS proposent aussi des systèmes de benchmarks très élaborés. Là encore, il est possible de définir des catégories par monnaies, agglomérations géographiques, structures légales et fiscales (statut REIT, etc.). Rien que la famille des indices FTSE Real Estate scinde ainsi l'immobilier en dix secteurs différents. A cela s'ajoutent des indices spéciaux pour différents modèles commerciaux. Nombre de ces indices sont également disponibles sous la forme d'indices de retour net total intégrant en plus des aspects fiscaux.

### **Comparaison des placements globaux cotés et non cotés**

Dans le graphique 4 (voir texte allemand de la page 90), l'indice IPD Global Property (placements directs) est représenté non seulement dans les monnaies

locales comme dans le graphique 1, mais aussi en francs suisses. La volatilité augmente alors significativement: ainsi par exemple, durant l'année de crise 2008, la performance avait chuté d'environ 5% en monnaie locale, mais d'environ 15% en francs suisses. Dans l'optique d'un pays à monnaie solide, une crise économique globale semble avoir un double impact négatif sur les investissements étrangers: par les pertes économiques réelles d'une part, mais aussi par la réévaluation du franc suisse. En comparaison avec les placements cotés globaux (EPRA/NAREIT global, en francs) l'IPD Global Property exprimé en francs suisses et en monnaie locale évolue malgré tout de façon assez uniforme. Et l'on voit aussi apparaître très nettement ce que de nombreuses études avaient déjà suggéré, à savoir: le rôle d'indicateurs précurseurs que jouent les placements cotés pour les indices des placements directs basés sur l'évaluation.

Cependant, les cycles décalés comportent aussi des risques, par exemple en cas de restructuration procyclique des placements cotés en placements non cotés. Imaginons un investisseur qui – à l'instar de nombreux autres intervenants – a longtemps boudé les placements immobiliers cotés et a attendu 2005 ou 2006 pour s'engager, quand tout le monde avait compris qu'ils étaient gagnants: il aura commencé par encaisser les performances déplorables des années 2007 et 2008. Définitivement dégoûté, il aura peut-être écouté ses convictions initiales et repassé aux placements directs à fin 2008 pour être doublement sanctionné en 2009: non seulement les performances à nouveau juteuses des placements cotés lui auront échappées, mais il aura dû digérer en plus le résultat négatif des placements directs. ■

**Andreas Löpfle**