

Unterschiedliche Immobilien-Risikomodelle verdeutlichen Grenzen der Kapitalmarkt-Regulation

Illiquide Liquidität

Der Swiss Solvency Test (SST) stuft das Risiko illiquider Assets als hoch ein. Dies erzeugt Druck auf die Quote der Immobilien-Direktanlagen bei Versicherern. Den Pensionskassen wird jedoch das Inkaufnehmen einer gewissen Unterdeckung zugestanden, was grössere Illiquiditätsrisiken erlaubt. Zusammen mit ihren langfristigen Verpflichtungen werden sie so zu den eigentlichen «Best Owner» von Immobilien.

Immobilien-Direktanlagen sind formal «Private Equity»: «Private», weil nicht über Börsen gehandelt. «Equity», weil auch ein erhebliches Wertschwankungsrisiko mitgetragen wird. So sind Anfang der 90er-Jahre die Werte hiesiger Rendite-Liegenschaften um bis zu 40 Prozent eingebrochen. Da die Immobilien-Wertentwicklung häufig einem über mehrere Jahre anhaltenden Trend folgt (Autokorrelation), wird diese im auf Jahresvolatilitäten geeichten SST konzeptionell eher unter- als überschätzt. Die entsprechende EU-Regelung Solvency II unterlegt, gegen heftige Proteste der Branche, weit höhere Volatilitäten.

Im diametralen Gegensatz zu gängigen Private-Equity-Investitionen produzieren Immobilien sehr hohe und mit Obligationen vergleichbar stabile Einkommen. Immobilien-Direktanlagen können deshalb als Private-Equity-Investitionen mit Bond-Charakter verstanden werden. Immobilien als grösste und wohl auch älteste Assetklasse der Welt den alternativen Anlagen zuzuordnen, wäre dennoch sonderbar.

Volatilität unrealisierter Gewinne als Mass aller Dinge?

Infolge hoher Ausschüttungsquoten und hoher Transaktionskosten werden Immobilien lange gehalten: Im schweizerischen Durchschnitt knapp 50 Jahre. Dies bedeutet, dass lediglich rund 2 Prozent der bilanzierten Kapitalgewinne oder -verluste auch wirklich realisiert werden. Durch den definitiven Einzug marktorientierter Bewertung der Anlagen und Verpflichtun-

gen gerät die Ertragskraft von Vorsorgeeinrichtungen und damit auch die Fähigkeit, Wertschwankungen nicht realisieren zu müssen, aber leider ausser Acht.

Ein Gedankenexperiment dazu: Eine Schweizer Pensionskasse legt ihr ganzes Vermögen ausschliesslich in Schweizer Immobilien an. Das Portfolio im Wert von heute 1 Mrd. Franken wirft jährlich eine Nettocashflow-Rendite von 4.5 Prozent ab, also 45 Mio. Franken. Nehmen wir weiter an, die Kasse benötigt für die kommenden Jahre zur Deckung ihrer Verpflichtungen und Kosten jährlich 35 Mio. Franken, zurzeit also jährlich 3.5 Prozent ihres Vermögens. Kommt es nun zum Jahrhundert-Einbruch der Immobilien um 50 Prozent, könnte die Pensionskasse trotz eines Deckungsgrads von nur noch 50 Prozent mit grösster Wahrscheinlichkeit weiterhin problemlos ihre Verpflichtungen erfüllen und jährlich weiterhin Reserven in der Höhe von 10 Mio. Franken aufbauen. Seit dem Zweiten Weltkrieg gab es kein Jahr, in dem die Wohnungsmieten der Bestandesliegenschaften der Schweiz gesunken sind (BFS). So kommen, auch ohne Zinseszins, bis zum Verkauf der Liegenschaft in 50 Jahren wiederum 500 Millionen zusammen. Erholen sich die Immobilienwerte wieder, steigt der Deckungsgrad sogar auf über 150 Prozent an. Die nächste Generation freut sich.

Von den Zinsen leben

Wie aus der Tabelle (siehe Seite 38) hervorgeht, waren auch Aktien erstaunlich solide Einkommensgeneratoren. In den Jahren 2002 bis 2010 lagen die Dividenden-Renditen (Yield-Return) mit 2.3 Prozent exakt gleich hoch wie die Zinserträge der Bundesobligationen. Die Schwankung der Dividenden-Rendite lag mit einer Standardabweichung von 0.7 Prozent leicht über den Eidgenossen – dafür haben die Aktien aber ein erhebliches Wachstumspotenzial. Die Cashflow-Rendite von Immobilien-Direktanlagen war bei niedrigerer Volatilität rund doppelt so hoch wie der

In Kürze

- > Illiquidität sollte nicht nur als Risiko wahrgenommen werden
- > Verbindlichkeiten lassen sich mit Miet-, Zins- und Dividendeneinkünften abdecken
- > Immobilien stellen unter diesen Gesichtspunkten eine ideale Anlageklasse für Pensionskassen dar

Zins der Eidgenossen. Hinzu kam, dass die Wohnungsmieten bei einer Inflation von 8 Prozent in dieser Zeit um 15 Prozent gestiegen sind (BFS).

Rohstoffe kommen in der Hitliste der einkommensstarken Anlagen schlecht weg. Vielleicht würde es aber zur Gesundung der Weltwirtschaft beitragen, wenn Rohstoffe wieder vermehrt von denjenigen

Autor

Andreas Loepfe
Geschäftsführer,
INREIM AG



Tabelle: Ausschüttungs-Renditen Schweizer Kapitalanlagen (2002–2010, Jahreswerte)

Anlageklasse	Haltedauer	Index	Ausschüttung	Ausschüttungs-Rendite	
				Durchschnitt	Standardabw.
Rohstoffe				0.0%	n.a.
Bundes-Obligationen	Jahre	SBI Gov. (Duration ca. 7 Jahre)	Zins (YTW)	2.3%	0.4%
Aktien	Monate	SMI	Dividende	2.3%	0.7%
Immobilien-Aktien		SIX Real Estate Shares	Dividende	3.5%	0.3%
Immobilien-Fonds		SIX Real Estate Fonds	Ausschüttung	3.8%	1.3%
Immobilien-Direktanlagen	Jahrzehnte	IAZI Investment Real Estate	Cashflow	4.6%	0.3%
Immobilien-Direktanlagen	Jahrzehnte	IPD All Property	Netto-Ertrag	4.9%	0.2%

nachgefragt würden, die sie wertschöpfend in ihre realwirtschaftlichen Prozesse einbringen können.

Die Idee, von den Zinsen und nicht der Substanz zu leben, ist mindestens 5000 Jahre alt. Sie findet sich sowohl in der Schöpfungsgeschichte der Bibel als auch bei Goethe oder einigen Urvätern der modernen Nationalökonomie und gewinnt vielleicht unter dem Eindruck sich verstetigender Finanzmarktkrisen wieder an Aktualität.

Rationale Flucht in die Illiquidität?

Illiquidität wird häufig mit Ineffizienz gleichgesetzt; das Ausweichen in Illiquidität steht unter Verdacht, sich der Messbarkeit der Risiken entziehen zu wollen. So kann beispielsweise der bewusste Verzicht auf Sekundärmärkte für die chronisch illiquiden Anteile von Immobilien-Anlagestiftungen als Versuch verstanden werden, den Mythos niedriger Volatilitäten hiesiger Immobilien-Direktanlagen aufrechtzuerhalten.

Andererseits hält natürliche oder beispielsweise mit Closed-end-Anlagegefasssen geschaffene Illiquidität an kurzfristigen Gewinnen orientiertes Kapital fern. Bereits Keynes misstraute der Rationalität der kurzfristigen Kapitalströme. Heute kann der NASDAQ-Index in einer viertausendstel Sekunde gehandelt werden, und High Frequency Trading macht bereits gut zwei Drittel des Handelsvolumens der Wall Street aus. Robert J. Shiller beobachtete bereits in den 80er-Jahren, dass die Preise

von Kapitalanlagen paradoxerweise wesentlich volatiler sind als deren zugrunde liegenden Cashflows. Spätestens aber seit Greenspans «Irrational Exuberance» in den 90er-Jahren stellt sich die Frage der Rationalität des spekulativen Kapitals. Wenn die Mehrheit der Börsen-Spieler

nicht mehr auf die langfristige Ertragskraft von Anlagen wettet, ist auch nicht mehr zu erwarten, dass der Börsenkurs diese bestmöglich reflektiert – auch langfristig nicht.

Damit stellt sich auch die Frage, ob die mit der Illiquidität verbundenen Unsicherheiten wirklich riskanter sind als das be-

kannte Risiko im Sinne einer (historischen) Volatilität. Vielleicht hat der praktisch risikofreie KGAST-Immobilien-Index dann in der Tat weniger mit einer institutionalisierten Unterdrückung des Preismechanismus als mit der Rationalität langfristig ertragsorientierter Anleger zu tun. ■

Différents modèles de risques immobiliers illustrent les limites de la régulation des marchés financiers

Une liquidité illiquide

Dans l'optique du Swiss Solvency Test (SST), le risque d'actifs illiquides est élevé, ce qui met sous pression les assureurs en ce qui concerne leur quote-part de placements directs. Un certain découvert étant toléré chez les caisses de pensions, elles peuvent aussi encourir un plus grand risque d'illiquidité.

D'un point de vue formel, les placements immobiliers directs entrent dans la catégorie «private equity»: «private» par ce qu'ils ne sont pas négociés en bourse, «equity» parce que le bailleur de fonds porte une part considérable du risque de fluctuation de la valeur. Ainsi, les immeuble de rente suisses avaient cédé jusqu'à 40% de leur valeur dans les années 90. Comme l'évolution de la valeur de l'immobilier suit fréquemment une tendance sur plusieurs années (autocorrélation), celle-ci tend à être sous-évaluée plutôt que surévaluée dans le SST qui est étalonné sur les volatilités annuelles. La réglementation correspondante de la CE, Solvency II, sous-tend des volatilités beaucoup plus élevées malgré les vives protestations de la branche.

À la différence des placements courants de type private equity, l'immobilier dégage des rendements très élevés et stables à l'instar des obligations par exemple. On peut donc interpréter un placement immobilier direct comme étant un placement de type private equity à caractère obligatoire. Par contre, il serait surprenant de vouloir classer dans les placements alternatifs les engagements immobiliers qui représentent la plus grande et sans doute aussi la plus ancienne classe d'actifs du monde.

La volatilité des bénéfices non réalisés comme mesure de toutes choses?

À cause des taux de distribution et des coûts de transaction, l'immobilier est un actif qu'on garde longtemps: dans la moyenne suisse, pendant 50 ans environ. Cela signifie que seulement environ 2% des bénéfices et des pertes comptables sont effectivement réalisés en espèces. Mais depuis que l'évaluation des placements et des engagements à la valeur du marché s'est définitivement établie, la capacité de rendement des institutions de prévoyance, et donc aussi leur possibilité de ne pas devoir réaliser les fluctuations de valeurs, passe malheureusement au second plan.

Petit exercice théorique: Admettons qu'une caisse de pensions suisses place la totalité de sa fortune dans l'immobilier suisse. Le portefeuille d'actuellement 1 mia de francs dégage chaque année un rendement net du cash-flow de 4.5%, soit 45 mios de francs. La caisse aura besoin de 35 mios de francs par an dans les prochaines années pour couvrir ses engagements et ses coûts, soit 3.5% de sa fortune par an. Dans l'hypothèse d'un effondrement spectaculaire du marché immobilier de 50%, la caisse de pensions

pourrait sans doute honorer ses engagements sans problèmes et continuer de thésauriser une réserve de 10 mios de francs par an même avec un degré de couverture de seulement 50%. Depuis la seconde guerre mondiale, il n'y a pas eu un an où les loyers du parc immobilier suisse auraient baissé (OFS). Sans même compter les intérêts moratoires, on voit ainsi s'accumuler 500 mios de francs sup-

En bref

- > Il ne faudrait pas uniquement considérer l'illiquidité comme un risque
- > Les loyers, les intérêts et les dividendes permettent de couvrir les engagements
- > Dans cette optique, l'immobilier représente une classe d'actifs idéale pour les caisses de pensions

plémentaires jusqu'à la vente de l'immeuble après 50 ans. Et en cas de redressement du marché immobilier, le degré de couverture va même grimper à plus de 150% à la grande joie de la génération à venir.

Vivre de ses rentes

Comme le montre le tableau (page 38 dans l'article allemand), les actions ont également été des générateurs de revenu d'une surprenante solidité. Dans les années 2002 à 2010, les rendements sur dividendes (yield return) étaient à l'égal de ce que rapportaient les obligations de la Confédération (2.3%). Avec une déviation standard de 0.7%, la fluctuation du rendement sur dividendes était légèrement supérieure à celle des obligations de la Confédération, mais en contrepartie, les actions présentent un potentiel de crois-

sance considérable. Le rendement du cash-flow de placements immobiliers directs atteignait à peu près le double de l'intérêt dégagé par les obligations de la Confédération par un temps de faible volatilité. À cela s'ajoute que les loyers sont montés de 15% contre seulement 8% d'inflation (OFS). Les matières premières font figure de parent pauvre à côté dans le hit-parade des placements à fort revenu.

Une fuite rationnelle dans l'illiquidité?

L'illiquidité est souvent assimilée à l'inefficience; en optant pour l'illiquidité, on est soupçonné de vouloir se soustraire à la mesurabilité des risques. Ainsi par exemple, l'évitement systématique des marchés secondaires pour les parts de fondations de placement immobilières qui souffrent pourtant d'une illiquidité chronique peut être interprétée comme une

tentative de préserver le mythe de la faible volatilité des placements immobiliers directs dans notre pays.

D'un autre côté, une illiquidité naturelle ou créée par exemple avec des véhicules de placement closed-end permet d'écarter le capital en quête de gains rapides. Keynes éprouvait déjà de la méfiance à l'égard des flux de capitaux à court terme. De nos jours, l'indice NASDAQ peut être négocié en un quart de millième de seconde et le trading à haute fréquence représente désormais environ les deux tiers du volume négocié à Wall Street. Robert J. Shiller avait déjà observé dans les années 80 que paradoxalement, les prix de placements en capitaux sont nettement plus volatils que les cash-flows qui les sous-tendent. Mais au plus tard depuis l'«Exubérance irrationnelle» de Greenspan dans les années 90 se pose la question de

la rationalité du capital spéculatif. Quand une majorité des intervenants boursiers ne mise plus sur la capacité de rendement à long terme des placements, on ne peut pas non plus s'attendre à ce que les cours boursiers reflètent celle-ci au mieux – ni même à long terme.

Ce qui soulève la question de savoir si les éléments d'insécurité liés à l'illiquidité sont effectivement plus risqués que le risque connu d'une volatilité (historique). Vu sous cet angle, l'indice immobilier CAFI qui ne comporte pratiquement aucun risque est peut-être quand-même plutôt un signe de rationalité des bailleurs de fonds cherchant un rendement sur le long terme qu'un mécanisme institutionnalisé pour étouffer le mécanisme des prix. ■

Andreas Loepfe