

Update 1. Quartal 2012

Benchmarking im Immobilienbereich

Die Immobilienmärkte florieren weltweit. Die Schweiz reiht sich dabei in Sachen Rendite am Schluss des Felds ein. Erstmals wird empirisch gezeigt, dass Investitionen in ausländische Immobilien eine erstaunlich tiefe Korrelation zu Schweizer Immobilien aufweisen.

Das Jahr 2011 war ein Rekordjahr: Sowohl der transaktionsbasierte IAZI-Preisindex als auch der bewertungs-basierte IPD-Index übertrafen mit 8.3 beziehungsweise 3 Prozent alle bisher je gemessenen Wertbeziehungsweise Preissteigerungen von Schweizer Immobilien-Direktanlagen. Auch das Jahr 2012 beginnt rekordverdächtig: Der IAZI-Preisindex ist im ersten Quartal 2012 bereits um annualisiert 12 Prozent gestiegen (Grafik 1 im Download). Das Eis der bisher praktisch «eingefrorenen» Preise Schweizer Renditeeigenschaften scheint gebrochen. Damit bestätigten die kotierten Immobilienanlagen einmal mehr ihre Eigenschaft als vorauslaufende Indikatoren für die Direktanlagen (vergleiche Update 1. Quartal 2010).

Interessant ist auch eine massive Zunahme der Korrelation der beiden Indizes: Diese lag in den Jahren 2002 bis 2006 noch bei -0.2, in den Folgejahren dann bei +0.9. Sowohl die Index-Konstrukteure als auch die Bewertungsindustrie scheinen mittlerweile einen konsistenten Modus gefunden zu haben.

Benchmarks für Schweizer Immobilienanlagen

Der KGAST-Index, der den Total Return (Cashflow-Rendite und Wertsteigerung) der Immobilienanlagestiftungen abbildet, lag auch 2011 mit 6.9 Prozent unter demjenigen der Direktanlagen von 7.8 Prozent (IPD). Eine Beschreibung der Indizes ist meinem Artikel vom Juni 2010 zu entnehmen. Für das 1. Quartal 2011 weist der KGAST-Index wieder eine etwas moderatere Performance von annualisiert 5.4 Prozent aus (Grafik 2 im Download).

Die stärkste Performance der Direktanlagen wiesen gemäss IPD im vierten Jahr in Folge mit 8.5 Prozent die Handelsimmobilien auf. Die Industrieliegenschaften schnitten mit 5.8 Prozent neben den

In Kürze

- > Direkte Immobilienanlagen in der Schweiz rentierten 2011 mit rund 7 Prozent
- > Die Performance bei globalen Direktanlagen liegt etwas höher
- > Der Schweizer Immobilienmarkt ist stark mit Deutschland, aber schwach mit allen anderen Immobilienmärkten korreliert

«Sonstigen» wie in den drei Vorjahren am schlechtesten ab und entwickeln sich somit langsam zu einer interessanten Anlageoption. Die Büroliegenschaften lagen mit 7.7 Prozent wiederum sehr nahe bei den Wohnliegenschaften mit 7.8 Prozent. Die etwas niedrigere Einkommensrendite der Wohnliegenschaften wurde durch eine etwas höhere Wertsteigerung kompensiert. Dies dürfte den häufig gegenüber Büroliegenschaften als weniger riskant eingestuft Wohnliegenschaften weiterhin Aufschub geben.

Nach den fulminanten Jahren 2009 und 2010 zeigten sowohl die Immobilienaktien mit 6 als auch die Immobilien-

fonds mit 7 Prozent im Jahre 2011 eine durchschnittlich gute Performance (Grafik 3 im Download). Im 1. Quartal 2012 legten Immobilienaktien allerdings bereits wieder auf ein Jahr hochgerechnet um 20 und die Immobilienfonds um 14 Prozent zu.

Benchmarks für nicht kotierte ausländische Anlagen

In lokaler Währung gemessen ist der Total Return von Immobilien-Direktanlagen gemäss IPD im Jahr 2011 in Europa gegenüber dem Vorjahr von 8 auf 6.6 Prozent zurückgegangen. Der Total Return der globalen Direktanlagen lag mit 9.8 Prozent leicht über dem Vorjahr (Grafik 4 im Download).

Die Spitzenplätze in Europa belegten 2011 mit je 10.2 Prozent Polen und Schweden. Weltweit betrachtet hat die wiederum sehr gute Performance der Schwergewichte USA (14.5 Prozent) und Kanada (15.9 Prozent) positiv zu Buche geschlagen. Bremsend wirkte auch dieses Mal Japan mit lediglich 3.5 Prozent. Irland war weltweit das einzige Land des IPD-Universums, das 2011 eine negative Performance verzeichnete.

Bei den nicht kotierten Fonds schnitten, entsprechend dem generell risikoaversen Anlageklima, die konservativ finanzierten, diversifizierten Fonds mit 7.6 Prozent besser ab als die spezialisierten Fonds mit 3.2 Prozent (Grafik 5 im Download). Bei einer Aufhellung des ökonomischen Ausblicks im Euroraum dürfte sich dies aber wieder ändern.

Benchmarks für kotierte ausländische Anlagen

2011 war wie auch schon 2010 nicht das Jahr der ausländischen kotierten Immobilienanlagen: Die europäischen Immobilienaktien wiesen in Schweizer Fran-

Autor

Andreas Loepfe
Geschäftsführer
INREIM AG



Grafik: Historische Bandbreiten der Einkommensrenditen (IPD, lokale Währungen)

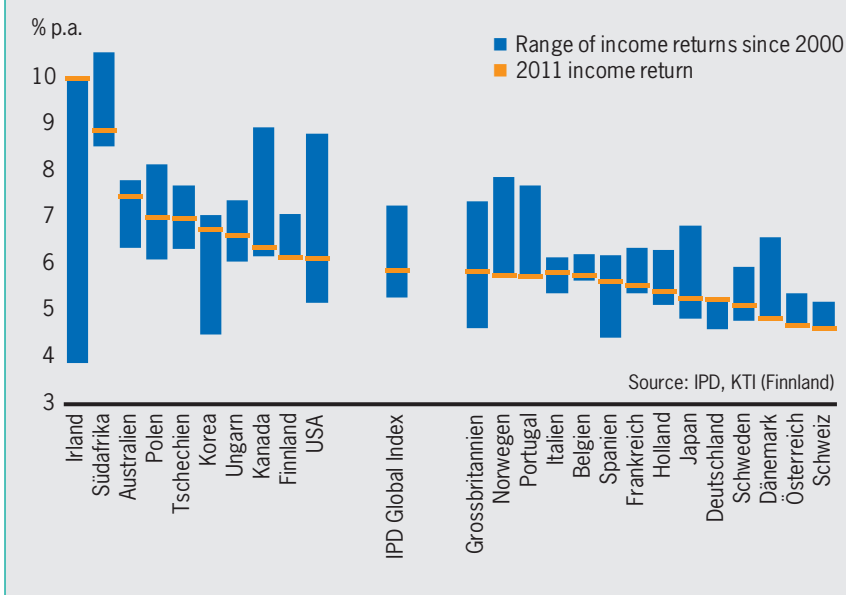


Tabelle: Korrelation des IPD-Total-Return-Index

| 2002–2011 | Schweiz |
|-------------|---------|
| Schweiz | 1.00 |
| Deutschland | 0.83 |
| Österreich | 0.51 |
| USA | 0.18 |
| Frankreich | 0.13 |
| Australien | 0.10 |
| Japan | 0.04 |
| Italien | -0.24 |
| UK | -0.32 |
| Eurozone | 0.28 |
| Global | 0.12 |

umgerechnet eine Performance von -12.1 Prozent aus, diejenigen der globalen kotierten Immobilienanlagen eine von -5.5 Prozent (Grafik 6 im Download). Im Gegensatz zum Vorjahr ist das schlechte Resultat 2011 nicht primär auf eine Aufwertung des Schweizer Frankens zurückzuführen. Das Blatt hat sich aber im 1. Quartal 2012 markant gewendet. Auf ein Jahr hochgerechnet haben die europäischen und globalen Immobilienaktien bereits über 30 Prozent zugelegt.

Schweiz: Tiefste Nettoerndite der Welt

Wie die Grafik dieses Artikels veranschaulicht, weist die Schweiz 2011 mit 4.6 Prozent weltweit die tiefste Einkommensrendite auf. Dies ist aufgrund des tiefen Zinsniveaus der Schweiz und der einmaligen Wertstabilität hiesiger Immobilien-

anlagen der letzten Jahre zumindest teilweise verständlich.

Allerdings spricht vieles dafür, dass die Stabilität der letzten Jahre eher die Ausnahme als die Regel war und sich Anleger nach zehn Jahren Preissteigerung langsam, aber immer sicherer auf Preiskorrekturen vorbereiten sollten. Ein Szenario hierzu: Wenn der Sinkflug in zwei Jahren beginnen würde und wie beim letzten Platzen einer Blase acht Jahre dauert, könnte mit der nächsten Erholung im Jahre 2022 gerechnet werden. Vor dem Hintergrund dieses Szenarios sind neben der Flucht in Qualität Investitionen in ausländische Immobilienmärkte naheliegend. Abgesehen davon, dass zurzeit in lokaler Währung überall auf der Welt bessere Renditen eingekauft werden, darf mit Diversifikationseffekten gerechnet werden.

Zehn Jahre IPD-Schweiz-Index

Über die internationale Diversifikation von Immobilien-Direktanlagen wussten wir allerdings aufgrund mangelnder Schweizer Daten bislang wenig. Mit der Publikation des IPD-Index 2011 haben wir nun aber eine Zeitreihe von zehn Jahren. Die Tabelle zeigt eine der ersten umfassenden empirischen Analysen der Korrelation der Schweizer Immobilien-Direktanlagen mit wichtigen Märkten der Welt. Die vollständige Korrelations-Matrix ist im Benchmarking-Download integriert.

Die hohe Korrelation des Schweizer Markts mit Deutschland war zu erwarten,

die absolute Höhe mit einem Korrelationskoeffizienten von 0.83 überrascht dennoch. Ein Korrelationskoeffizient von +1 würde einer vollständig gleichläufigen Entwicklung entsprechen (bei einem Korrelationskoeffizienten von 0 besteht kein linearer Zusammenhang, bei negativen Werten eine entgegengesetzte Entwicklung). Das heisst konkret, dass eine Investition in den deutschen Immobilienmarkt bei nur unwesentlich höheren Renditen in Euro keine spürbare Diversifikation verspricht. Auf der anderen Seite zeigen Märkte wie etwa Grossbritannien bei signifikant höheren Renditen sogar negative Korrelationen. Dies ist insofern von grosser Bedeutung, da der britische Markt hoch volatil ist, und bei einer negativen Korrelation eine hohe Volatilität Diversifikationseffekte verstärkt.

Insgesamt können Schweiz Immobilienanlagen mit Korrelationskoeffizienten von 0.28 zum Eurozonen-Index und 0.12 zum globalen Index weltweit wohl besser diversifiziert werden, als angenommen wurde. Das Thema Immobilien Ausland wird damit zukünftig wieder vermehrt auf die Agenda kommen. Für effektive Investments wird die Stabilität der aktuell gemessenen Korrelationseigenschaften zur zentralen Frage. ■

Die im Jahre 2010 in der «Schweizer Personalvorsorge» vorgestellten Benchmarks für in- und ausländische Benchmarks von Immobilienanlagen wurden bis zum 1. Quartal dieses Jahres aktualisiert und können über die Website www.schweizerpersonalvorsorge.ch heruntergeladen werden.

Mise à jour 1er trimestre 2012

Benchmarking dans le secteur immobilier

Les marchés immobiliers continuent d'afficher une santé florissante. La Suisse figure en queue de peloton en termes de rendement. Pour la première fois, une étude empirique met en évidence une corrélation d'une faiblesse surprenante entre l'immobilier étranger et l'immobilier suisse.

2011 a été une année des records battus: avec 8.3 et 3% respectivement, l'indice des prix IAZI qui est basé sur les transactions de même que l'indice IPD qui est basé sur l'évaluation ont franchi tous les repères de plus-value et d'augmentation des prix jamais mesurés pour les placements directs dans l'immobilier suisse. Et l'année 2012 a débuté sur la même lancée: au premier trimestre 2012, l'indice des prix IAZI a déjà grimpé de 12% annualisés (graphique 1 dans les téléchargements). La glace semble brisée en ce qui concerne les prix de l'immobilier de rapport suisse qui pratiquement «gelés». Les placements immobiliers cotés confirment ainsi une fois de plus leur caractéristique d'indicateurs précurseurs des placements directs (voir Mise à jour 1er trimestre 2010).

Il est également intéressant de constater à quel point la corrélation entre les deux indices croît: de 2002 à 2006 elle se situait encore à -0.2 pour monter à +0.9 les années suivantes. Les constructeurs d'indices aussi bien que l'industrie d'évaluation semblent avoir trouvé un mode opératoire consistant.

Benchmarks pour les placements immobiliers suisses

L'indice KGAST qui réplique le retour total (rendement des flux de trésorerie et plus-value) des fondations de placements immobiliers se situait encore en dessous de l'indice IPD des placements directs (6.9% contre 7.8%) en 2011. Voyez la description de ces deux indices dans mon article de juin 2010. Pour le deuxième tri-

mestre 2011, l'indice KGAST retrouve une performance un peu plus modérée de 5.4% annualisés (graphique 2 dans les téléchargements).

En bref

- > En 2011, les placements immobiliers directs en Suisse ont rapporté environ 7%
- > La performance des placements directs globaux est un peu plus élevée
- > Le marché immobilier suisse est fortement corrélé avec l'Allemagne, mais très peu avec tous les autres marchés immobiliers

Dans les placements directs, l'IPD attribue la plus forte performance (8.5%) à l'immobilier commercial pour la quatrième année consécutive. L'immobilier industriel a été la lanterne rouge (5.8%) avec la catégorie «autres» comme les trois années précédentes et commence donc à devenir une option de placement intéressante. Les immeubles de bureau et les immeubles d'habitation se sont de nouveau livrés une bataille très serrée (7.7% contre 7.8%). Le rendement légèrement moindre des immeubles d'habitation en revenu a été compensé par une plus-value légèrement supérieure. Ce facteur va sans doute jouer en faveur des immeubles d'habitation,

d'autant qu'ils sont souvent considérés comme moins risqués que les immeubles de bureau.

Après les années 2009 et 2010 particulièrement juteuses, les actions immobilières de même que les fonds immobiliers ont affiché une performance moyenne de 7% en 2011 (graphique 3 dans les téléchargements). Mais au premier trimestre 2012, la progression des actions immobilières projetée sur l'année était déjà de 20% et celle des fonds immobiliers de 14%.

Benchmarks pour les placements étrangers non cotés

Exprimé dans la monnaie locale, le retour total des placements immobiliers directs a régressé de 8 à 6.6% en 2011 d'après les chiffres de l'IPD. Le retour total des placements directs globaux dépassait légèrement celui de l'an dernier avec 9.8% (graphique 4 dans les téléchargements).

La Pologne et la Suède se partagent le podium européen en 2011 avec chacun 10.2%. Au plan mondial, l'impact positif vient à nouveau des deux poids-lourds Etats-Unis et Canada avec leurs excellentes performances de respectivement 14.5% et 15.9%. Et c'est encore le Japon qui a eu l'effet d'un frein avec seulement 3.5%. L'Irlande a été le seul pays de l'univers IPD à afficher une performance négative en 2011.

Dans les fonds non cotés, les fonds diversifiés à financement conservateur ont mieux performé (7.6%) que les fonds spécialisés (3.2%), s'inscrivant ainsi parfaitement dans une logique d'aversion générale au risque (graphique 5 dans les téléchargements). Mais cela devrait changer aussitôt qu'une embellie pointerait à l'horizon économique de l'espace euro.

Benchmarks pour les placements étrangers cotés

Comme 2010, 2011 n'a pas été une année clémente pour les placements immobiliers étrangers cotés: convertie en

francs suisses, la performance des actions immobilières européennes s'établissait à -12.1%, celle des placements immobiliers cotés globaux était de -5.5% (graphique 6 dans les téléchargements). Par contraste à l'an dernier, la réévaluation du franc suisse n'était pas vraiment à l'origine de cette contre-performance. Mais au premier trimestre 2012, le vent a tourné et la progression des actions immobilières européennes et globales projetée sur l'année est déjà supérieure à 30%.

Suisse: le plus faible rendement net du monde

Comme l'illustre le graphique de cet article, la Suisse affiche en 2011 le rendement sur le revenu le plus faible du monde (4.6%). On le comprend, au moins partiellement, vu le niveau historiquement bas des taux en Suisse et l'extraordinaire stabilité dont fait preuve la valeur des placements depuis quelques années.

Cependant, les indices commencent à pousser comme des champignons, ce qui suggère que la stabilité des années écoulées était l'exception plutôt que la règle et qu'après dix ans de hausse, les bailleurs de fonds devraient lentement mais non moins sûrement se préparer à des corrections de prix. Voici un scénario envisageable: si la descente devait commencer dans deux ans et durer huit ans comme

quand la dernière bulle a crevé, une reprise pourrait s'amorcer en 2022. Sur ce fond, les objets de qualité et les placements dans les marchés immobiliers étrangers paraissent des refuges plausibles. Sans mentionner qu'actuellement on obtient partout dans le monde des rendements nettement meilleurs dans les monnaies locales, on peut s'attendre à des effets de diversification.

Dix ans d'indice IPD suisse

Cependant, nous étions peu renseignés jusqu'ici sur la diversification internationale des placements immobiliers directs, faute de données sur la Suisse. La publication de l'indice IPD 2011 nous met en possession d'une série de chiffres sur dix ans. Le tableau représente une des premières analyses empiriques exhaustives de la corrélation des placements immobiliers directs suisses avec les principaux marchés du monde. La matrice de corrélation complète est intégrée dans le téléchargement des benchmarks.

On s'attendait à une forte corrélation du marché suisse avec l'Allemagne, mais on est tout de même surpris de l'amplitude absolue puisque le coefficient de corrélation est de 0.83. Un coefficient de corrélation de +1 signifierait que l'évolution est parfaitement parallèle (tandis que pour un effet de corrélation de 0, il n'y a aucun

rapport linéaire et qu'avec des valeurs négatives, le développement va dans le sens contraire). Concrètement, cela signifie qu'un investissement sur le marché immobilier allemand rapporte à peine plus en euros et de surcroît, il ne promet aucune diversification sensible. En revanche, si on prend des marchés comme par exemple la Grande-Bretagne, le rendement y est nettement supérieur et les corrélations même négatives. C'est d'autant plus intéressant que le marché britannique est hautement volatile et qu'en présence d'une corrélation négative, une volatilité élevée renforce encore les effets de diversification.

Globalement, les placements immobiliers suisses qui présentent un coefficient de corrélation de 0.28 par rapport à l'indice des zones euro et 0.12 par rapport à l'indice global se laissent sans doute beaucoup mieux diversifier mondialement qu'on ne le pensait. Le thème de l'immobilier à l'étranger va donc reprendre une plus grande place à l'agenda. Pour les investissements immobiliers effectifs, la stabilité des propriétés corrélatives actuellement mesurées va devenir une question centrale. ■

Andreas Loepfe