

## Update 1. Quartal 2011

# Benchmarking im Immobilienbereich

In den Juni- und Juli-Ausgaben 2010 wurden verschiedene Benchmarks für in- und ausländische Immobilieninvestments vorgestellt. Diese Benchmarks werden nun bis zum ersten Quartal dieses Jahres aktualisiert. Ergänzend dazu wird in dieser Ausgabe die Preisdynamik unterschiedlicher Schweizer Bürolagen, Hypotheken als Investment und die Agios europäischer Immobilienaktien vertieft analysiert.

Die Preise Schweizer Rendite-Liegenschaften sind gemäss dem qualitätsbereinigten, transaktionsbasierten IAZI-Preisindex im Jahr 2010 um 2.4 Prozent gestiegen und lagen damit leicht unter der Steigerung des Vorjahrs. Für das erste Quartal 2011 weist der IAZI-Preisindex aber bereits

### In Kürze

- > 2010 war das Jahr der Schweizer Immobilienaktien
- > Institutionelle Anleger dürften sich in Zukunft stärker für den Hypothekenmarkt interessieren

wieder ein Wachstum von annualisiert 3.4 Prozent aus. Entgegen den Erwartungen schloss der bewertungs-basierte IPD-Index 2010 mit 1.4 Prozent spürbar über dem Vorjahreswert von 0.7 Prozent ab (Abbildung 1 im Download).

### Benchmarks für nicht kotierte Schweizer Anlagen

Der Total Return (Cashflow-Rendite und Wertsteigerung) des KGAST-Indexes, der die Performance der Immobilienanlagengestiftungen abbildet, lag auch 2010 mit 4.9 Prozent wiederum markant unter demjenigen der Direktanlagen von 6.1 Prozent (IPD, all Property). Die konzeptionellen Unterschiede zwischen dem KGAST- und

IPD-Index wurden ausführlich im Artikel vom Juni 2010 beschrieben.

Für das erste Quartal 2011 weist der KGAST-Index eine für Schweizer Verhältnisse schon fast dramatische Höhe von annualisiert 7.5 Prozent aus. Dabei ist anzufügen, dass der KGAST-Index bisher kaum saisonale Schwankungen aufwies (Abbildung 2 im Download).

Die stärkste Performance der Direktanlagen gemäss IPD wiesen mit 6.8 Prozent wiederum Handelsimmobilien auf. Die Industrieliegenschaften schnitten mit 5 Prozent am schlechtesten ab und stellen den einzigen Sektor dar, der 2010 ein negatives Wachstum aufwies (-1.2 Prozent). Die Büroliegenschaften lagen mit 6.1 Prozent leicht über den Wohnliegenschaften mit 5.8 Prozent. Der von vielen Analysten und Marktteilnehmern befürchtete Einbruch der Büroliegenschaften hat also auch 2010 nicht stattgefunden.

Ein Vergleich der Entwicklung der Netto-Anfangsrenditen, wie sie von Colliers erhoben werden, zeigt, dass 2010 die Renditen in allen Gebäudeklassen gefallen sind (und die Preise dementsprechend gestiegen sind). Die stärkste Reduktion der Renditen («yield compression») verzeichnete das Segment der C-Klasse (schlechte Lage, minimaler Ausbau) mit minus 0.7 Pro-

zentpunkten (Grafik 1, Seite 89). Die guten Jahre für Investitionen in die C-Klasse scheinen bereits langsam vorüber zu sein, auch wenn die Differenz zwischen der A-Klasse (sehr gute Lage, neuwertiger Ausbau) und der C-Klasse im Jahre 2010 mit 1.9 Prozent immer noch über den Jahren 2006 (1.4 Prozent) und 2007 (1.1 Prozent) lag.

### Benchmarks für kotierte Schweizer Immobilienanlagen

Was sich bereits im Laufe des letzten Jahres abzeichnete, ist nun klar: Das Jahr 2010 war mit einer Performance von 25 Prozent das Jahr der Immobilienaktien (Abbildung 3 im Download). Die Fonds zeigten mit einer Performance von 6 Prozent nach dem Rekordjahr von 2009 mit einer Performance von 20 Prozent ein erwartetes mässiges Resultat.

Die Zahlen für das erste Quartal 2011 weisen wie der KGAST-Index eine schon fast erschreckend hohe annualisierte Performance von 14 Prozent (Immobilienaktien) und 12 Prozent (Immobilienfonds) auf. Wenn die kotierten Anlagen weiterhin den Direktanlagen «vorauslaufen», ist auch für 2011 mit spürbar steigenden Preisen für Anlageobjekte zu rechnen.

### Benchmarks für nicht kotierte ausländische Anlagen

In lokaler Währung gemessen, lag der Total Return von Immobilien-Direktanlagen gemäss IPD im Jahr 2010 in Europa bei 8 und global bei 9.5 Prozent (Abbildung 4 im Download). Während die Werte in Europa bereits 2009 ein positives Wachstum aufwiesen, konnten die globalen Märkte erst 2010 wieder in eine positive Entwicklung zurückfinden. Von den 17 Ländern, die der IPD Pan-European Index abbildet, legten 2010 vor allem Grossbritannien (15.1), Schweden (10.4) und Frankreich (10 Pro-

### Autor

**Andreas Loepfe**  
Geschäftsführer  
Inreim AG



zent) kräftig zu. Das einzige Land mit einer negativen Performance war Irland (-2.4 Prozent). Weltweit betrachtet hat die sehr gute Performance des Schweregewichts USA von 14.2 Prozent und Kanadas mit 11.1 Prozent zu Buche geschlagen.

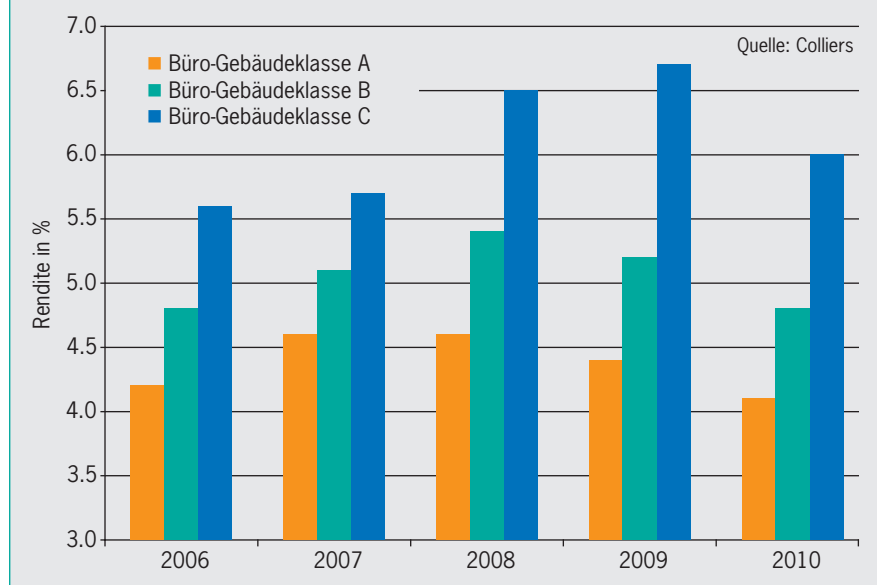
Bei den nicht kotierten Fonds überzeugten 2010 vor allem die diversifizierten, wenig fremdfinanzierten Fonds mit einer Performance von 15.8 Prozent; die spezialisierten Fonds schnitten mit 10.1 Prozent etwas schlechter ab (Abbildung 5 im Download). Wenn die bisherige Entwicklung aber weiter anhält, werden die spezialisierten Fonds die diversifizierten bald wieder überrunden. Neuste Analysen der European Public Real Estate Association (EPRA) in Bezug auf amerikanische Real Estate Investment Trusts (REIT) verdeutlichen einmal mehr, dass sowohl ein Sektor- als auch ein Länderfokus die wichtigsten Treiber einer risikoadjustierten Überperformance («Alpha») darstellen.

Wer sich überlegt, (wieder) direkt im Ausland zu investieren, hat mutmasslich einen guten Teil der Erholung seit der Finanzkrise bereits verpasst. Dies gilt vor allem für die Core-Märkte in Europa und in den USA sowie die einfacheren, gut diversifizierten, wenig fremdfinanzierten, nicht kotierten kollektiven Anlageformen (Funds). Im Gegensatz zu hiesigen Preisrigiditäten reagieren die meisten ausländischen Märkte schneller: nach unten und nach oben.

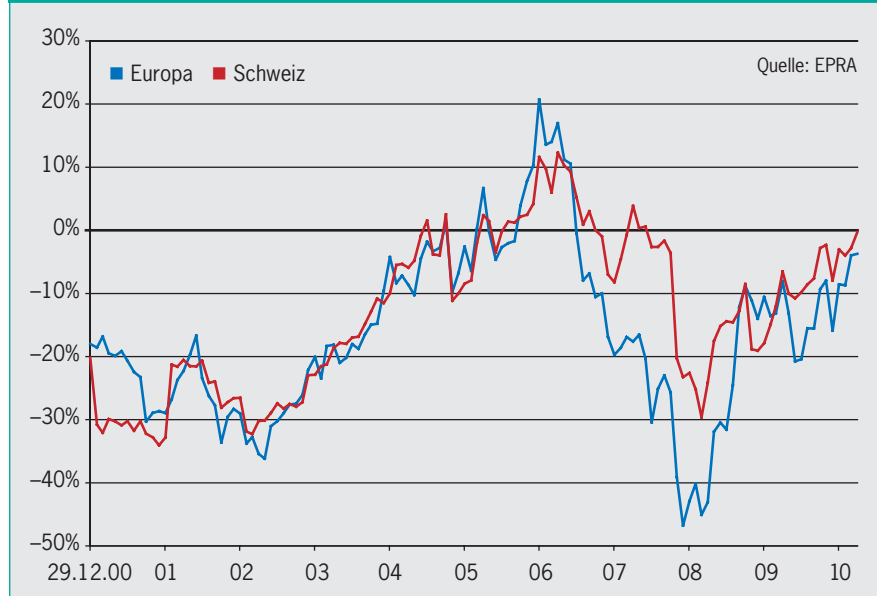
**Revival der Hypotheken als Investment?**

In Europa wird zurzeit heftig über die möglichen Auswirkungen der neuen Versicherungsaufsicht (Solvency II) auf die Immobilienanlagen von Versicherungen debattiert. Vergleichbar mit der in Fachkreisen seit Jahren geführten Diskussion im Zusammenhang mit Einführung des Swiss Solvency Test (SST) wird von einer Reduktion der Allokation in nicht kotierte Immobilienanlagen und von einer Umschichtung von Eigenkapitalanlagen (Real Estate Equity) in Hypotheken (Real Estate Debt) gerechnet. Unter dem zunehmenden Druck verschärfter Eigenkapitalunterlegungen (Basel III) wird sich zeigen, ob zukünftig Versicherungen und Pensionskassen – die letztlich der gleichen ökonomischen Logik folgen – den Banken einen Teil des Hypothekemarkts streitig machen werden. Dies gilt im Besonderen für lang-

**Grafik 1: Netto-Anfangsrenditen für Schweizer Büroimmobilien**



**Grafik 2: Discount zum NAV Schweizer und europäischer Immobilienaktien**



fristige Festhypotheken. Die European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Funds INREV erwartet jedenfalls bereits für 2011 die Lancierung einer ersten Handvoll nicht kotierter Hypothekenfonds. Entsprechende Indizes liegen aber noch nicht vor.

**Benchmarks für kotierte ausländische Anlagen**

Entgegen der Schweizer Entwicklung war das Jahr 2010 – zumindest in Schweizer Franken gemessen – nicht das Jahr der ausländischen kotierten Immobilienanlagen: Die europäischen Immobilienaktien wiesen lediglich eine Performance von 1.5 Prozent (Vorjahr 29 Prozent), diejenigen der globalen kotierten Immobilienan-

gen eine von 8.6 Prozent (Vorjahr 26 Prozent) auf. Dabei ist zu bemerken, dass die starke Aufwertung des Schweizer Francs 2010 einen Teil der niedrigeren Performance verursachte (siehe Artikel zum Update 3/2010). Das Blatt hat sich aber im ersten Quartal 2011 zumindest für die europäischen Immobilienaktien mit einer annualisierten Performance von 28 Prozent bereits wieder gewendet (Abbildung 6 im Download).

Zur Beurteilung des Preisniveaus kotierter Immobilienanlagen wird häufig die Differenz (Agio) zwischen der Bewertung des Kapitalmarkts (Börsenkurs) und der Bewertung der Direktanlagen, wie sie sich im Netto-Inventarwert (Net Asset Value, NAV) niederschlägt, analysiert: Am Ende

des ersten Quartals 2011 lagen die Agios der europäischen Immobilienaktien bei –3.7 Prozent und diejenigen der Schweizer Anlagen mit –0.3 Prozent nahe bei null. Dies liegt klar über dem langfristigen Mittel; es gab nur kurze Perioden, in denen Immobilienaktien positive Agios aufwiesen (Grafik 2, Seite 89). Dies hat unter anderem damit zu tun, dass die in normalen

Aktien «verpackten» Immobilien in aller Regel zusätzlich besteuert werden und somit gegenüber der Direktanlage eine Wertvernichtung stattfindet. Europäische steuertransparente REITs hatten in den letzten Jahren ein rund 10 bis 20 Prozentpunkte höheres Agio als ihre nicht steuerfreien Pendanten. ■

Ein Update der Indizes kann unter [www.schweizerpersonalvorsorge.ch/downloads](http://www.schweizerpersonalvorsorge.ch/downloads)

heruntergeladen werden. Da die Indizes europäischer und globaler Immobilien-Direktanlagen jeweils erst im Mai des Folgejahrs publiziert werden, brauchen entsprechende Analysen jeweils etwas Geduld.

## Mise à jour 1er trimestre 2011

# Benchmarking dans le secteur immobilier

Dans les numéros de juin et juillet 2010 de la «Prévoyance Professionnelle Suisse», plusieurs benchmarks suisses et étrangers auxquels s'adosent les investissements immobiliers avaient été présentés. Ces benchmarks sont maintenant en phase de mise à jour jusqu'au premier trimestre de cette année. En complément, nous proposons une analyse approfondie de la dynamique des prix des bureaux en Suisse en fonction de leur emplacement, de l'intérêt des hypothèques en tant qu'investissements et des agios d'actions immobilières européennes.

D'après l'indice des prix IAZI corrigé de la qualité et fondé sur les transactions, les prix des immeubles de rente suisses ont augmenté de 2.4% en 2010, une progression en léger ralenti par rapport à l'année précédente. Mais la hausse est repartie de plus belle au premier trimestre 2011 avec une croissance annualisée de 3.4 d'après l'indice des prix IAZI. Contre toute attente, l'indice IPD fondé sur l'évaluation a largement dépassé en 2010 la valeur de l'année dernière (1.4% contre 0.7%, voir figure 1 dans le document à télécharger).

### Benchmarks pour les placements suisses non cotés

Le Total Return (rendement du cash-flow et valeur ajoutée) de l'indice CAFI qui

réplique la performance des fondations de placements immobiliers atteignait 4.9% en 2010 et était donc de nouveau largement battu par celui des placements directs, qui pointait à 6.1% (IPD, all Property).

Pour le premier trimestre 2011, l'indice CAFI atteint des proportions quasiment dramatiques pour la Suisse avec 7.5% annualisés. Et il convient d'ajouter que jusqu'ici, l'indice CAFI n'affiche pratiquement pas de fluctuations saisonnières (figure 2 dans le document à télécharger).

La palme de la performance des placements directs revient à nouveau aux immeubles commerciaux (6.8%) d'après l'IPD. Les immeubles industriels, en lanterne rouge, affichent 5%, la seule crois-

sance négative de 2010 (–1.2%) va d'ailleurs à leur compte. Avec 6.1%, les immeubles de bureau dépassent légèrement les immeubles d'habitation (5.8%). Autant dire que l'effondrement des immeubles de bureau redouté par de nombreux analystes et acteurs du marché s'est encore fait attendre en 2010.

Une comparaison de l'évolution du rendement initial net d'immeubles de bureau comme les établit Colliers montre un recul pour toutes les catégories d'immeubles en 2010 (et une hausse des prix en corollaire). La chute de rendement («yield compression») la plus prononcée allait au

### En bref

- > 2010 a été l'année des actions immobilières
- > A l'avenir, les investisseurs institutionnels s'intéresseront sans doute davantage au marché hypothécaire

compte du segment de catégorie C (immeubles mal situés, mal agencés) avec moins 0.7 points de pourcentage (graphique dans le texte allemand, page 89). Les années propices à l'investissement dans la catégorie C semblent plus ou moins appartenir au passé, même si la différence entre la catégorie A (immeubles très bien situés, agencements neufs) et la catégorie C restait supérieure en 2010 à celle de 2006 (1.9% contre 1.4%) et 2007 (1.1%).

### Benchmarks pour les placements immobiliers suisses cotés

Avec 25% de performance, 2010 aura été l'année de gloire des actions immobi-

lières (figure 3 dans le document à télécharger). Les fonds qui sortaient d'une performance record de 20% en 2009 ont dégagé un médiocre 6% en 2010 comme on pouvait s'y attendre.

Les chiffres pour le premier trimestre 2011 affichent, comme l'indice CAFI, une performance annualisée à vous faire peur: 14% pour les actions immobilières et 12% pour les fonds immobiliers. Si les placements cotés poursuivent la course en tête devant les placements directs, il faut s'attendre à une nouvelle hausse sensible des prix d'objets de placement en 2011.

### Benchmarks pour les placements étrangers non cotés

Mesuré dans la monnaie locale, le Total Return des placements immobiliers directs se situait en 2010 d'après l'IPD à 8% pour l'Europe et à 9.5% globalement (figure 4 dans le document à télécharger). Tandis qu'en Europe les valeurs affichaient une croissance positive dès 2009, il a fallu attendre 2010 pour que celles des marchés globaux soient à nouveau précédées d'un signe positif. Sur les 17 pays que réplique l'indice IPD paneuropéen, c'est en Grande-Bretagne (15.1), en Suède (10.4) et en France (10%) que la croissance a été la plus vigoureuse. Le seul pays en souffrance a été l'Irlande (-2.4%). À l'échelle mondiale, les bons élèves ont été les USA et le Canada avec d'excellentes performances de 14.2% et 11.1% respectivement.

Dans les fonds non cotés, les fonds diversifiés avec peu de capital tiers ont été particulièrement convaincants en 2010 (15.8%); les fonds spécialisés ont fait un peu moins bien (10.1%, figure 5 dans le document à télécharger). Mais si l'évolution esquissée se maintient, les fonds spécialisés vont bientôt reprendre les devants sur les fonds diversifiés. Les plus récentes analyses de l'European Public Real Estate Association EPRA portant sur les Real Estate Investment Trusts (REIT) américains montrent une fois de plus que la concentration sur des secteurs ou des pays représente un des principaux générateurs de surperformance corrigée du risque («alpha»).

Ceux qui songent maintenant à investir (ou réinvestir) directement à l'étranger ont probablement déjà laissé passer une bonne partie de la reprise depuis la crise financière. C'est vrai surtout pour les mar-

chés cœur en Europe et aux États-Unis, ainsi que pour les véhicules de placements collectifs (fonds) plutôt simples, bien diversifiés, avec peu de capital tiers et non cotés. Alors que les prix sont rigides chez nous, la plupart des marchés étrangers réagissent plus rapidement: à la hausse comme à la baisse.

### La renaissance des hypothèques comme forme de placement?

En Europe, une vive discussion est actuellement engagée au sujet des répercussions possibles de la nouvelle surveillance des assurances (Solvency II) sur les placements immobiliers des assurances. Soumises à des contraintes grandissantes en ce qui concerne les actifs sous-jacents propres (Bâle II), on verra si les assurances et les caisses de pensions vont à l'avenir disputer une partie du marché des hypothèques aux banques, surtout celui des hypothèques à taux fixe et longue échéance. L'European Association for investors in non-listed real estate funds INREV anticipe en tout cas dès 2011 le lancement d'une première poignée de fonds hypothécaires non cotés. Cependant, il n'existe pas encore d'indices correspondants.

### Benchmarks pour placements étrangers cotés

Au contraire de ce qui s'est passé en Suisse, l'année 2010 n'aura pas été celle des placements immobiliers cotés à l'étranger, en tout cas pas si on les mesure à l'aune du franc suisse: les actions immobilières européennes ont dégagé une maigre performance de 1.5% (contre 29% l'exercice précédent), pour les placements immobiliers cotés globaux, elle était de 8.6% (contre 26% l'exercice précédent). À noter tout de même que la forte appréciation du franc suisse en 2010 a en partie grignoté les performances (voir aussi l'article «Mise à jour 3e trimestre 2010»). Mais il y a eu embellie dès le premier trimestre 2011, en tout cas pour les actions immobilières européennes qui affichent une performance annualisée de 28% (figure 6 dans le document à télécharger).

À la fin du premier trimestre 2011, les agios des actions immobilières européennes s'établissaient à -3.7% et ceux des placements suisses à -0.3%, donc près de zéro. C'est nettement plus que la moyenne des années écoulées; les pé-

riodes d'agios positifs pour les actions immobilières ont été brèves (graphique 2 dans le texte allemand, page 89). Une explication parmi d'autres est que les immeubles qui «se cachent» dans les actions ordinaires sont normalement grevées d'impôts supplémentaires et qu'il y a de ce fait destruction de valeur par rapport aux placements directs. Ces dernières années, les REIT européens où régnait la transparence fiscale avaient un agio supérieur de l'ordre de 10 à 20% à celui de leurs pendants non exonérés d'impôts. ■

**Andreas Loeffle**

Les indices actualisés peuvent être téléchargés sous

[www.schweizerpersonalvorsorge.ch/downloads](http://www.schweizerpersonalvorsorge.ch/downloads).

Comme les indices des placements immobiliers directs européens et globaux ne sont publiés qu'en mai de l'année consécutive, il faut toujours s'armer de patience pour en obtenir une analyse.