

# Wer ist hier hohl?



Ich hab erst meinen Augen nicht getraut, als ich vor knapp drei Wochen eine Meldung in Finews.ch las, wonach sich die UBS um die „hohlen Immobilieninvestoren“ sorgte. Offenbar hat sich mein Amtskollege bei der UBS dahingehend geäussert, dass institutionelle Investoren derzeit wie die Hohen Wohnraum aus dem Boden zögeln. Deutlichere Worte kann man kaum finden, wenn man der Meinung ist, dass Dummheiten begangen werden. Grund genug, dem Ganzen auf den Zahn zu fühlen.

Die Meldung in Finews.ch bezieht sich nicht auf den Eigenheimmarkt, sondern auf denjenigen für Renditeliegenschaften. Ich erwähne das aus dem Grund, weil SNB und Finanzmarktaufsicht die Alarmglocken im Immobilienmarkt bekanntlich bereits seit 2010 zu läuten begannen. Damals bereitete ihnen vor allem der Markt für selbstgenutztes Wohneigentum Sorgen. Die UBS stimmte später mit ein im Chor, ihr sogenannter Swiss Real Estate Bubble Index notierte ab Ende 2012 im sogenannten Risikobereich, was auch immer das konkret heissen mochte. Jedenfalls ist die Eigenheimblase bis heute nicht geplatzt und das hat vielerlei Gründe, die ich wiederholt schon ins Feld führte. Der Eigenheimboom hatte (und hat) keinen spekulativen Nährboden, es kauften (und kaufen heute noch) Nutzer und nicht etwa auf Preissteigerungen spekulierende Erwerber. Die Kreditvergabe erfolgte nicht annähernd so lax wie Ende der Neunzehnhundertigerjahre und die Differenz zwischen kalkulatorischer – das ist die Last, mit der die Banken rechnen (müssen) – und effektiver, also tatsächlicher Zinslast der Eigenheimerwerber war historisch noch nie höher als heute. Und schliesslich spielte nicht der klassische Schweinezyklus, sondern die Bauaktivität im Eigenheimsegment schwächer sich spürbar ab.

## Warnen bringt Schlagzeilen

Dennoch kam es nicht etwa zu einer stillen Entwarnung, sondern zu einer nicht überhörbaren Verlagerung der Warnrufe in Richtung des Marktes für Renditeliegenschaften. Wer auf Schlagzeilen aus ist, findet in den Medien natürlich eher Gehör, wenn er vor dem Weltuntergang warnt statt normal zu reden. Und so finden sich inzwischen auch wieder dieselben Akteure im Warnmodus wie die letzten sieben Jahre. Seit die Leerwohnungszählung im Sommer einen Wert von 1,6% ergeben hat überschlagen sich die Negativmeldungen zum Mietwohnungsmarkt. Das ist vollkommen übertrieben, denn in einem funktionierenden Wohnungsmarkt braucht es einen gewissen Sockelleer-

stand, denn Wohnungen werden nicht „just in time“ gefertigt und stehen sozusagen über Nacht dort bereit, wohin die Nachfrage sich verlagert. Die Leerwohnungsziffer von 1,6%, bei Mietwohnungen dürfte sie eher knapp über 2% betragen, ist daher nicht so beunruhigend, wie das manche Marktbeobachter empfinden. Wenn man bedenkt, dass Mietausfallquoten von 5% in den Portfolios professioneller Investoren keine Seltenheit sind, dann rückt dies die 1,6% in ein ganz anderes Licht. Das wird aber in den Medien nicht aufgenommen; es ist ja auch nicht sonderlich spektakulär.

## Bestes Risk-Return-Profil

Ich kann den professionellen Investoren versichern, dass sie keine Hohlräumversiegelung benötigen. Es ist zwar in der Tat längst nicht mehr so lukrativ wie auch schon, in Mietwohnungen zu investieren, aber ein allzu grosses Risiko gehen höchstens kleine, oft private Investoren ein, die mangels bestehendem Portfolio nicht diversifizieren können und Einzelinvestments tätigen. Wer jetzt als „Laie“ in den Markt einsteigt und das Pech hat, am falschen Ort und/oder in das falsche Objekt zu investieren, läuft in der Tat Gefahr, sich die Finger zu verbrennen. Denn die 1,6% sind natürlich ein nationaler Durchschnittswert, der teilweise um ein Vielfaches höher liegt. Bei zehn oder mehr Prozent Leerstand sieht die Rechnung natürlich ganz anders aus. Für institutionelle Investoren ist indes auch das kein Drama. Selbst eine solch schlechte Investition lässt sich im Portfoliokontext verkraften. Darüber hinaus stellt sich aber auch die Frage nach alternativen Investitionsmöglichkeiten, nachdem die unorthodoxe Zinspolitik der Zentralbanken die wichtigste Anlageklasse aus dem Rennen genommen hat. Frankenanleihen werfen so gut wie nichts mehr ab und in Bezug auf das Rendite-Risiko-Profil liegen Immobilien da am Nächsten. Sie sind demnach die beste Alternative zu festverzinslichen Anleihen. Wer will schon, dass seine Pensionskasse zu 100% in Aktien, Hedgefunds oder Rohstoffe investiert?

## Ausgehöhl, nicht hohl

Man kann es nicht oft genug wiederholen. Investitionen in Wohnliegenschaften sind äusserst attraktiv und dies nicht nur heute. Dass gerade langjährigen Profis die Renditen für Wohnimmobilien lausig vorkommen, ist nachvollziehbar, denn Bruttorenditen von 6 oder mehr Prozent gehören längst der Vergangenheit an. Aber Renditen für Schweizer Bundesanleihen (10 Jahre Laufzeit) von fünf oder mehr Prozent eben auch. Netto betrachtet ist die Attraktivität von Immobilieninvestments heute sogar unschlagbar hoch. Der sogenannte Spread – die Differenz zwischen der Nettorendite (i.e. Bruttorendite abzüglich Verwaltungs-, Betriebs-, Unterhaltskosten und Rückstellungen) einer Investition in

# Wer ist hier hohl?

eine Mietliegenschaft liegt heute bei Plus 2.8%. Ende der Neunzehnachtzigerjahre betrug sie sage und schreibe Minus 2.4%. Der Renditevorsprung festverzinslicher Papiere wurde nicht nur ausgehöhlt sondern förmlich pulverisiert. Hohl oder ausgehöhlt ist eben nicht dasselbe.

**Martin Neff, Chefökonom Raiffeisen**

---

## Wichtige rechtliche Hinweise

### Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die alleine massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigten werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

### Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

### Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.