

«Die Dividenden für 2013 und 2014 sind gesichert»

MITTWOCHSINTERVIEW Roland Vögele, Partner MV Invest, setzt auf Immobilienfonds und -aktien.

Herr Vögele, Schweizer Immobilienfonds und Immobilienaktien haben dieses Jahr nur verloren, während der Gesamtmarkt auf einem Höchst notiert. Was ist der Grund für diese Divergenz?

Eurokrise, starker Franken, hohe Zuwanderung, Renditealternative zu Obligationen: Alles sprach bis Sommer 2012 für Schweizer Immobilienaktien. Die Nachfrage stieg, es entstand eine Immobilienblase bei den indirekten Immobilienanlagen. Nach zwei kleineren Zinsschritten haben sie an Attraktivität verloren. Vor allem ausländische Investoren, die über die letzten fünf Jahre Portfolios aufgebaut haben, beginnen Titel abzustossen. Sie gehen wieder vermehrt Risiken im Heimmarkt ein. Es ist also vor allem eine technische Korrektur.

Beunruhigend ist, dass die realen Immobilienpreise auf hohem Niveau verharrten oder gar weiter steigen, während Immobilienfonds und -aktien am Boden sind.

Es ist das erste Mal, dass wir auf eine Übertreibung im Fundamentalmarkt eine Korrektur bei den indirekten Immobilienanlagen erleben. Es ist aber schwierig abzuschätzen, wie lange die fundamentale Übertreibung noch dauert – und ob es zu einer weichen Landung kommt.

Sind die Immobilienaktien damit korrekt bewertet, oder sinken, wenn der Immobilienmarkt korrigiert, die Kurse weiter?

Ob Wohnen, Büro oder gemischte Formen, es haben alle indirekten Anlagen korrigiert. Das Problem ist, dass die Marktpreise in Teilbereichen weiter steigen. Kommt es zu einer Korrektur, dürften die entsprechenden Anlagevehikel nochmals unter Druck geraten.

Wo liegen die Risiken im Immobilienmarkt?

Über 70 000 Wohnungen sind im Bau und in Planung. Dabei werden die einzelnen Projekte gigantischer, mit bis zu 700 Wohnungen. Solange die Zuwanderung anhält, werden diese Neuwohnungen vom Markt aufgenommen. Auch die höhere Wohneigentumsquote hat die Mietwohnungsnachfrage nicht verringert. Es gibt kaum Leerstand am Wohnungsmarkt.

Konkurrenzieren die Neuwohnungen nicht den Altbestand?

Alles, was gebaut wird, ist auf einem höheren Mietzinsniveau als der Altbestand. Doch die wenigsten Mieter können oder wollen es sich leisten, in eine teurere Wohnung zu wechseln. Die meisten Immobilienfonds sind im tieferen oder mittleren Wohnungsmarkt. So, wie Luxuseigentumswohnungen korrigiert haben, könnten auch Neuwohnungen aufs Preisniveau bestehender Wohnungen sinken. Dies würde zu mehr Leerstand führen.

Welche Entwicklung erwarten Sie für den Geschäftsflächenmarkt?

Aus Kostengründen legen die Unternehmen Flächen zusammen oder verlagern ihren Standort aus zentralen an periphere Lagen, was zu freien Flächen in den Innenstädten führt. In Genf etwa sind die Mieten in der City von 900 auf unter 500 Fr./m² gesunken. Gleiches geschieht in Zürich. Trotz guter Wirtschaftslage ist die Flächennachfrage aber nicht deckungsgleich mit dem Angebot.

Erklärt das die Tieferbewertung der Immobiliengesellschaften, die vor allem kommerzielle Liegenschaften besitzen?

Bei keiner der grossen Gesellschaften hat sich im letzten Semester die Leerstandsquote erhöht. Selbst wenn sie von 5 auf 10% steigen würde, wäre das für Allreal, Intershop, Mobimo, PSP und SPS keine Katastrophe. Die Zurückstufung geschah nicht wegen der Fundamentaldaten, operativ sind alle auf Kurs. Das Problem ist die Bewertung der Portfolios. Die Investoren fürchten, dass der Marktwert der Liegenschaften korrigiert werden muss.

Wie stufen Sie die «Big Five» ein?

Allreal hat bisher eine gute Leistung gebracht und kommt mit Projekten in die Ertragsphase. Intershop werden zwar mit einer hohen Prämie gehandelt, die



«Der Markt wäre reif für den Einstieg, doch den Investoren fehlt der Mut.»

Strategieänderung, Immobilien im Ausland zu kaufen, stellt aber ein gewisses Risiko dar. Mobimo hat mit Wohnprojekten das Risikoprofil und die Ertragsbasis verbessert. PSP Swiss Property ist operativ stabil wie ein Tanker, aber es fehlt an Innovationen. Wenn der Markt wieder Risiko will, sind SPS Swiss Prime Site die bessere Wahl. Die Gesellschaft hat in die ganze Wertschöpfungskette des Immobiliengeschäfts expandiert. Für alle fünf Gesellschaften stellt sich aber die Frage, ob sie, wenn der Immobilienmarkt korrigiert, die Bewertungen halten können.

«Sollten die Zinsen steigen, dürften einige Immobilienfonds zu Rücknahmen gezwungen werden.»

Operativ haben jedoch alle die Dividende für 2013 und, wenn es nicht zu Marktverwerfungen kommt, auch für 2014 bereits gesichert.

Mit dem operativen Geschäft die Dividende verdient, die Kurse tief. Die zu erwartenden Ausschüttungsrenditen müssten doch ein Kaufreiz sein?

Das reicht nicht. Bleiben die Zinsen tief, würden Ausschüttungsrenditen von 5% für Geschäftliegenschaften und 4% für Wohnen genügen. Doch nach dem kleinen Zinsanstieg im Frühjahr hat sich die Meinung der Investoren gewaltig geändert. Wegen der Risiken müssten vor allem Fonds mit Geschäftliegenschaften eine höhere Rendite bringen.

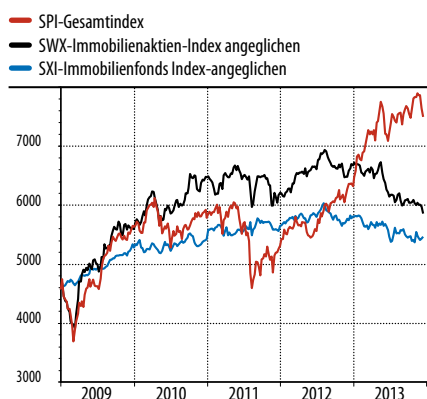
Der Markt ist also noch nicht reif für den Wiedereinstieg?

Die Investoren sind noch nicht bereit. Wir werden daher nächstes Jahr bei den Immobilienfonds und -aktien noch keine grosse positive Performance erleben.

Zeichnen sich Verlagerungen zwischen Immobilienfonds und -aktien ab?

Bisher war mir egal, ob Aktie oder Fonds. Für mich zählte der Inhalt. Doch die Zukunft gehört den Immobilienaktiengesellschaften.

Gesamtmarkt schlägt Immobilien



schaften und besonders denen, die in Wohnungen investieren. Es werden kaum mehr neue Immobilienfonds aufgelegt, seit Finma und Bundesrat mit der KAG-Revision die Hypothekarquote der Immobilienfonds von 50 auf 33% gesenkt haben. Immobilienaktiengesellschaften haben diese Einschränkung nicht. Sie können sich günstiger finanzieren und damit eine bessere Rendite bringen.

Sind Fonds mit Spezialliegenschaften wie etwa Hotels ein Anlagethema?

Sie leiden darunter, dass sie weniger Hypotheken aufnehmen dürfen. Einige dieser Fonds wie etwa der CS Hospitality werden zum oder gar unter dem Rücknahmepreis gehandelt. Sie haben keine Möglichkeit, eine Kapitalerhöhung durchzuführen, und müssen ohne neues Geld arbeiten.

Was sind Ihre Anlagefavoriten?

Wir bevorzugen generell Wohnimmobilienaktien mit höherem Finanzierungshebel. Sie werden immer mehr zu Konkurrenten der Immobilienfonds. Interessant sind die an der BX eXchange kotierten Dual Real Estate oder Novavest. Die vor Jahresfrist an der SIX kotierte Zug Estates hat eine volle Projektpipeline, was eine langfristige operative Steigerung garantiert. Kurzfristig haben die Titel der Gesellschaften mit Geschäftliegenschaften gut korrigiert. Wenn der Markt sich nicht gross ändert, stehen die Chancen gut für einen Einstieg. Vorsicht ist aber geboten bei Investitionen in Einzeltitel. Billiger heisst nicht besser. Entscheidend ist nicht, ob 10% Discount oder 20% Prämie, sondern ob etwa ein Fonds sich bei einem Zinsanstieg langfristig besser hält. Unsere Favoriten sind La Foncière und ImmoFonds.

Was passiert mit den Immobilienfonds, wenn die Zinsen steigen?

Wenn die Immobilienprodukte nicht mehr als Alternative zu Obligationen gelten, wird es zu Korrekturen kommen. Bereits jetzt signalisiert der Markt, dass Renditen unter 3% ungenügend sind. Sollten die Zinsen daher im nächsten Jahr bis zu 100 Basispunkte steigen, werden die Agios rasant abgebaut, einige Fonds dürften gar zu Rücknahmen gezwungen werden. Doch wo ist eine Zinserhöhung in Sicht!

Lohnt sich der Wechsel aus Anlagegefässen mit hohem Agio in solche mit tieferem?

Der Markt hat gedreht, ein Switch wäre überlegenswert. Aus Fonds mit Gewerbe- und Wohnliegenschaften wie dem CS Siat könnte in Aktien von Gesellschaften wie Allreal und Mobimo mit einem gemischten Portfolio gewechselt werden. Unter den Wohnimmobilienfonds könnte ein Switch aus dem CS Living Plus in UBS Anfos und ImmoFonds oder aus La Foncière und FIR in Dual Real Estate in Betracht gezogen werden.

Historisch galt für indirekte Immobilienanlagen: kaufen und halten. Gilt diese Anlegermaxime immer noch?

Ab fünf Jahren Haltedauer zeigten Immobilienfonds immer eine positive Gesamtperformance. Im Durchschnitt waren es jährlich 5%, über die letzten vierzig Jahre gemessen gar 6,3% pro Jahr – was aber im nächsten Jahr kaum erreicht werden dürfte. Auch sind die Käufer, die sich jetzt engagieren, kaum langfristig orientiert. In den letzten fünfzehn Jahren hat sich das Anlegerverhalten schon etwas geändert.

Der Bundesrat befürwortet Motionen der SP-Nationalrätin Jacqueline Badran, die Lex Koller zu verschärfen. Ausländer dürften dann keine kotierten Immobilienfonds und Immobilienaktien mehr erwerben...

...was katastrophal wäre für dieses Anlagensegment. Es käme zu Verkäufen, die Kurse würden sinken. Damit wären massive Wertverluste für Schweizer Pensionskassen und private Anleger verbunden. Ob die Politiker das wollen? Mit Einschränkung sind die Märkte durch Interventionen nie stabiler geworden, es leidet einfach am Schluss der kleine Investor.

INTERVIEW: KONRAD KOCH

Markttechnik

Vor einem Richtungswechsel

Um die Gegenwart zu verstehen, muss man die Geschichte kennen. Im Spätsommer wurde im Chart von Roche GS eine fünfmonatige Triangle-Struktur aktiviert. Die ist Element des Mitte 2012 gestarteten Aufwärtstrends (Punkt 2 in der Grafik) und hatte die Funktion einer grossen Konsolidierung.

Dreieckförmige Konsolidierungsmuster entstehen in der Regel vor dem Final Run eines Trends. Der Verdacht liegt also nahe, dass der Kursrückgang der vergangenen vier Wochen im Zusammenhang mit der Terminierung des vor eineinhalb Jahren begonnen Aufwärtstrendstücks steht. Auf den gleichen Sachverhalt weist der im November divergierende Verlauf von Preiskurve und Zyklusindikator hin.

Roche

Der Pharmatitel Roche GS notiert wieder auf dem Kursniveau von Frühling 2013 und dem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt. Mehr als ausschweifender werdende Kursschwankungen haben Roche GS langfristig ausgerichteten Investoren performancemässig also nicht mehr geliefert. Grösser werdende Schwankungen, eine im mittelfristigen Bereich erhöhte Volatilität sind für einen Richtungswechsel wiederum typisch. So schliesst sich der Kreis.

In der Kolumne vom 28. August wiesen wir auf die entstandene Triangle-Struktur und die in der Folge anstehende, wuchtige Ausfallbewegung hin. Die wurde inzwischen abgewickelt. Roche GS befinden sich nun in der Transitionsphase vom eineinhalbjährigen Aufwärtstrend hin zu einer umfangreicheren Korrektur. Im Sommer war die

Spekulation auf eine Rally aussichtsreich. In Erwartung stark schwankender, auf Monate hinaus eher sinkender Kurse würden wir nun eine Range-Trading-Strategie einpflegen.

ABB

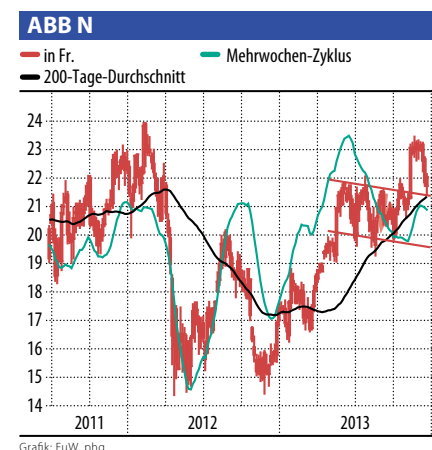
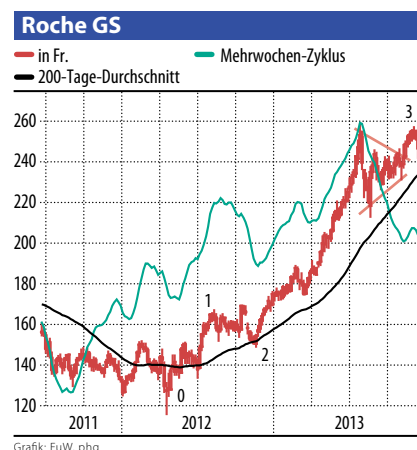
Im Chart von ABB wurde im Herbst eine grosse Konsolidierungsstruktur aktiviert. Wie in der Analyse vom 11. September gezeigt, hat es für diese Entwicklung Vorzeichen gegeben. Den Kursrückgang seit Mitte November in den korrekten Zusammenhang zu stellen, ist allerdings herausfordernder. Das liegt daran, dass Flag-Strukturen in der Regel deutlich verwachsenere Trends als andere Konsolidierungs-Patterns erzeugen.

Die Grauzone bei der Interpretation von Flags ist dementsprechend grösser. Ausserdem kommt es nach einem Ausbruch oftmals zu einem Rücksetzer auf den Bruchpunkt zurück. Es gibt deshalb im Augenblick keine Hinweise, die einen wirklich soliden Entscheid zulassen.

Klar ist indessen: Wenn der im Sommer 2012 gestartete Aufwärtstrend weitergehen soll, so kann dies nur auf dem Rücken besagter Flaggenstruktur geschehen. Das heisst, spätestens im Bereich 20.70/21 Fr. müssten ABB die nächsten Wochen wieder Fuss fassen, um dann erneut nach oben zu ziehen. Ein Titel, der innerhalb zweier Monate die Performance des ganzen Jahres ausstrahlt, bietet Investoren keine geeignete Basis. Er eignet sich nur für Trader.

ROLAND VOGT www.invest.ch

Die Meinung des Autors muss nicht mit jener der Redaktion übereinstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Top Picks 2014

«Ob der besorgten Blicke aufs Tapering sollte nicht vergessen werden, dass die Wirtschaft 2014 in besserer Verfassung ist als im Vorjahr. Politisch ist mehr Vernunft erkennbar: in den USA (Haushaltsstreit) ebenso wie in Europa (Reformen), dazu die absehbare Wiedereinbindung des Irans und das WTO-Abkommen in Bali. Die Zinsen bleiben niedrig, das Wachstum flach. Bei Anleihen bevorzugen wir kurze Durationen (maximal vier Jahre) und erstklassige Qualität. Aufgelaufene Gewinne nehmen wir mit. Bei Aktien bietet Spanien eine Chance, dazu LVMH (oder Dior), Swatch, Richemont und Titel wie Inditex, VW, Michelin, Adidas und Nestlé. Bei unter 8000 im SMI sind Schweizer Aktien immer ein Kauf.» **VT WEALTH MANAGEMENT**

Aktien vs. Bonds

«In den kommenden Wochen werden weiterhin Wirtschaftsnews und Meldungen über Entwicklungen der Geldpolitik das Geschehen an den Finanzmärkten bestimmen. Jede Mitteilung über ein baldiges Tapering in den USA könnte die Volatilität an den Anlagemärkten erhöhen. Wir wären versucht, die Anlageklasse Aktien aufzustocken, während sich die wirtschaftlichen Fundamentaldaten weiter bessern und die Unternehmen sich bester Gesundheit erfreuen. Die Bewertungsniveaus nähern sich zwar ihrem historischen Durchschnitt in absoluten Zahlen, bleiben aber im Vergleich zum Anleihenmarkt insgesamt attraktiv.»

SYZ ASSET MANAGEMENT

Sektorenwahl

«Fürs 2014 gehen wir von einer weiter verbesserten Konjunktur aus, einhergehend mit höheren Unternehmensgewinnen. Zudem erwarten wir eine anfangs weiterhin expansive Geldpolitik, tiefe Inflation und moderat steigende Renditen. Eine gesunde Skepsis an den Aktienmärkten und mangelnde Investitionsalternativen sind neben den fundamentalen und technischen Indikatoren wichtige Eigenschaften für weiterhin positive Entwicklungen. Bei den Aktien sehen wir Potenzial bis in den Sommer, vor allem in den Regionen Greater China, Europa und USA. Speziell im ersten Quartal sollten unseres Erachtens die Sektoren Industrie, Technologie, Gesundheit/Pharma und Telecom die grössten Chancen bieten.» **HELVETIC TRUST**

Deutschland

«Die Grosse Koalition mündet in eine starke Regierung, Stabilität und mehr Unterstützung für die Eurozone. Hingegen gibt's wenig Schwung für Wirtschaftsreformen. «Mehr vom Gleichen» wird auf absehbare Zeit das Motto sein. Die Einführung eines Mindestlohns trifft nicht die Multis, sondern vorab kleinere und mittelgrosse Servicebetriebe. Weil das gesamte Set-up in Europa besser ist als vor einem Jahr, nimmt die Wahrscheinlichkeit einer zweistelligen Zunahme der Unternehmensgewinne zu. Mit Blick auf das regional leicht unterdurchschnittliche Bewertungsniveau glauben wir nach wie vor, dass Deutschland 2014 outperformen wird.»

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS